

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Gestão do Risco Cambial

Um estudo de Caso

Elaboração do Projeto da Dissertação

de

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Rosália Jacinto

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau

De

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Orientador: Professor Nuno Teixeira

Setúbal, 2015

Índice Geral

Índice Geral	2
Índice de Figuras	4
Índice de Quadros	4
Resumo	5
Abstract.....	6
Introdução.....	7
Parte I: Revisão de Literatura	8
1. Risco: Conceito e Gestão.....	8
2. A Internacionalização e o Risco	12
2.1. A Internacionalização	12
2.2. Riscos no Comércio Internacional	16
2.3. Risco Cambial.....	19
2.4. Risco da Taxa de Juro.....	22
3. Estratégias de gestão do risco nos mercados internacionais.....	24
3.1. Técnicas de Gestão do Risco de Crédito	25
3.1.1. Técnicas de Pagamento	25
3.1.2. Formas de Financiamento.....	29
3.2. Técnicas de Gestão do Risco Cambial.....	32

3.2.1. Técnicas Internas	33
3.2.2. Técnicas Externas	35
3.3. Técnicas de Gestão do Risco da Taxa de Juro	43
Parte II: Estudo Empírico	46
4. Objetivos de Investigação.....	46
5. Metodologias de Investigação	46
6. Empresa estudada	48
6.1. Caracterização da empresa e da sua evolução financeira recente.....	48
6.2. Nível de internacionalização da atividade	51
6.3. Exposição ao risco no comércio internacional	52
6.4. Técnicas de cobertura do risco utilizadas	57
6.5. Modelo proposto de gestão do risco no comércio internacional	57
7. Conclusão	63
Referências Bibliográficas.....	65

Índice de Figuras

Figura 1 - Curva da gestão de risco.....	23
Figura 2 - Evolução dos resultados da Naval, Lda (euros)	50
Figura 3 - Evolução média anual USD/AOA.....	54
Figura 4 - Modelo proposto para a gestão do risco de crédito	57
Figura 5 - Esquema do Crédito Documentário	58
Figura 6 - Esquema do <i>Forfaiting</i>	59
Figura 7 - Modelo proposto para a gestão do risco cambial	61

Índice de Quadros

Quadro 1 - Técnicas de Cobertura do Risco	32
Quadro 2 - Análise económica da Naval, Lda	50
Quadro 3 - Evolução capital social da Naval, Lda.....	50
Quadro 4 - Análise Financeira da Naval, Lda.....	51
Quadro 5 - Diferenças cambiais (euros).....	56
Quadro 6 - Peso das diferenças cambiais nos resultados (euros).....	56

Resumo

Este trabalho de investigação incide sobre os riscos associados à internacionalização e sobre as técnicas de gestão dos riscos que poderão ser utilizadas para os mitigar. Assim, o objetivo principal da investigação foi evidenciar como uma empresa portuguesa do ramo do abastecimento naval, com a sua atividade centralizada em clientes internacionais, está exposta aos riscos de internacionalização e como atua para mitigar tais riscos. Nesse sentido, a metodologia de investigação utilizada foi o estudo de caso. Verificou-se que, embora a empresa estivesse sujeita aos riscos do país, de crédito e cambial, e estes fossem relevantes no funcionamento e nos resultados da atividade, não utilizava qualquer técnica de gestão de riscos. Sendo assim, foi proposto um modelo para a gestão desses riscos, de forma a atenuar o seu impacto na atividade e melhorar e agilizar as operações futuras, bem como os resultados financeiros.

Palavras Chave: Internacionalização, gestão do risco, risco de crédito, risco cambial.

Abstract

This research focuses on the risks associated with globalization and on the risk management techniques that may be used to mitigate them. Therefore, the main objective of the research was to demonstrate how a Portuguese company in the sector of the Ship-Chandler, with an activity focused in international customers, is exposed to the risks of internationalization and how it operates to mitigate such risks. Consequently, the research methodology used was the case study. It was observed that even though the company was subjected to country risk, credit risk and foreign exchange, which had an impact on the functioning and activity results, it did not apply any risk management technique. For that reason, a model for the management of these risks has been proposed in order to mitigate their impact on activity and improve and streamline future operations and financial results.

Keywords: Internationalization, risk management, credit risk, foreign exchange risk.

Introdução

Após a década de 1970, a rápida expansão do comércio internacional e a utilização de diferentes moedas por parte de outros países levou ao aumento da exposição das empresas aos riscos da internacionalização, com especial destaque para o risco cambial. Apesar de já ter sido amplamente estudada, a gestão de riscos continua em processo de evolução.

A nível europeu, apesar de existir evidência da redução da exposição às oscilações das taxas de câmbio com a introdução da moeda única, a questão do risco cambial continua a ter relevância, em virtude da crescente globalização da economia que se reflete no aumento do comércio internacional.

Assim, pelo facto de mudanças nas taxas de câmbio alterarem o valor das empresas, tanto a nível contabilístico como ao nível dos fluxos de caixa da atividade, têm implicações importantes na tomada de decisão na área financeira e na rentabilidade do negócio. Deste modo, a gestão do risco cambial continua a ser um tema bastante importante no contexto empresarial atual.

Portanto, este trabalho de investigação tem como objetivo evidenciar como uma empresa portuguesa do ramo do abastecimento naval, com a sua atividade centralizada em clientes internacionais, está exposta aos riscos de internacionalização e como atua para mitigar tais riscos, em que o método de investigação a utilizar será o estudo de caso.

A escolha da empresa Naval, Lda, deve-se ao facto de estar exposta aos riscos internacionais, mas também porque existe a possibilidade de obtenção de informações privilegiadas sobre a atividade e sobre os resultados económicos e financeiros.

O presente trabalho está organizado em duas partes, a primeira parte contempla uma revisão da literatura que faz o levantamento dos conceitos mais importantes sobre o tópico em análise, nomeadamente, o risco e a sua gestão, tipos de risco no comércio internacional, com especial ênfase no risco cambial, e diversas técnicas de cobertura para os riscos mais comuns na atividade das empresas internacionais (risco de crédito, cambial e de taxa de juro).

Na segunda parte, é apresentado o estudo empírico, sendo caracterizada a evolução recente da empresa e da sua atividade internacional. O trabalho termina com

uma proposta de modelo de cobertura dos riscos e com as conclusões globais do estudo realizado.

Parte I: Revisão de Literatura

1. Risco: Conceito e Gestão

A literatura de gestão apresenta várias definições de risco. Segundo Bernstein (1997, p.8), “*a palavra risco deriva do italiano antigo risicare*”. O termo “risco” pode ser entendido mais como uma escolha do que como uma fatalidade, uma sina ou um destino (Howe, 1991). A utilização generalizada, embora de forma muitas vezes ambígua, do termo “risco” conduz a alguma confusão sobre o seu verdadeiro significado. Logo, talvez a melhor definição de risco esteja relacionada com a dupla dimensão incerteza/indesejabilidade que podemos associar a um dado resultado de um determinado acontecimento (Howe, 1991).

Assim, estaremos perante uma situação de “risco” quando existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o desejado (Howe, 1991).

Obviamente que o grau de aceitabilidade relacionado com determinado acontecimento é variável de pessoa para pessoa, e depende das circunstâncias em que ocorre, pelo que haverá aqui que entrar em conta com o perfil de risco do agente económico (Howe, 1991).

Segundo a Norma de Gestão de Riscos elaborada pela *Federation of European Risk Management Associations* – FERMA (2003), o risco pode ser definido como a combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências. O simples facto de existir atividade, gera a possibilidade de ocorrência de eventos ou situações em que as consequências, constituem oportunidades para obter vantagens, ou então, ameaças ao sucesso (FERMA, 2003).

Gitman (1997), considera risco como a possibilidade de que os resultados realizados possam diferir daqueles esperados. Recorda que os acionistas têm aversão ao risco, e é determinante evitá-lo. Assim, eles esperam taxas de retorno mais elevadas nos investimentos com riscos mais altos e taxas de retorno mais baixas naqueles com riscos baixos.

Para Drew e Kendrick (2005), os riscos podem ser classificados de acordo com a sua origem, natureza, impacto, probabilidade de ocorrência ou duração.

A classificação dos tipos de risco é importante não só para direcionar as prioridades e atenção dos gestores, como também para ajudar a construir modelos de causa e efeito e designar sistemas de medição de gestão de riscos. Nesse sentido, os riscos podem ter origem em fatores internos ou externos à organização (Drew e Kendrick, 2005).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2007), riscos externos são ocorrências associadas ao ambiente macroeconómico, político, social, natural ou setorial em que a organização está inserida, tais como o nível de expansão de crédito, o grau de liquidez do mercado, tecnologias emergentes, instabilidades políticas, conflitos sociais, catástrofes ambientais, problemas de saúde pública, entre outras. Neste caso, a organização, em geral, não exerce um controlo direto sobre esses eventos e pode estar bem preparada para, na medida do possível, antecipá-los e reagir o mais rapidamente possível aos mesmos. Por outro lado, riscos internos são eventos originados na própria estrutura da organização pelos seus processos, quadro de pessoal ou do seu ambiente tecnológico. A organização pode e deve, então, interagir diretamente com uma ação pró-ativa (IBGC, 2007).

O IBGC (2007) ainda classifica os riscos, de acordo com a sua natureza, em três categorias: **riscos estratégicos**, **riscos financeiros** e **riscos operacionais**.

Os **riscos estratégicos** estão associados à tomada de decisão dos órgãos de topo e podem gerar perda substancial no valor económico da organização. Exemplos de riscos estratégicos são falhas na antecipação ou reação ao movimento da concorrência, como por exemplo, fusões e aquisições ou diminuição da quota do mercado de produtos da empresa, causada por obsolescência em função de desenvolvimento de nova tecnologia pela concorrência. Já Coimbra (2006), acrescenta que os riscos estratégicos também podem estar associados a mudanças do ambiente, que podem ocorrer a partir do surgimento de uma nova tecnologia, movimentos na arena competitiva, exigências regulatórias, alterações nos hábitos dos clientes, entre outras. Ainda, considerando a opinião de vários autores, (Mcgee, 2005; Slywotzky e Drzik, 2005; IBGC, 2007), os riscos estratégicos podem ser divididos em subcategorias,

relacionadas com a indústria, tecnologia, marca, concorrência, cliente e ambiente sociopolítico.

Os **riscos financeiros** são definidos pelo IBGC (2007), como aqueles associados às operações que definem a estrutura de reinvestimento da atividade. Assim, podem estar relacionados com o **risco de crédito, risco da taxa de juro, risco cambial e de mercado** (Jorion, 2001 e IBGC, 2007).

Sendo assim, os **riscos operacionais** estão associados à possibilidade de ocorrência de perdas (de produção, ativos, clientes e receitas) resultantes de falhas, deficiências ou inadequação de processos e sistemas internos da atividade normal (Christopher, 2001; Jorion, 2001 e IBGC, 2007). Os riscos operacionais geralmente acarretam redução, degradação ou interrupção, total ou parcial, das atividades, com impacto negativo na reputação da organização, além da potencial criação de passivos financeiros, legais e ambientais (IBGC, 2007).

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO, inicialmente denominado *National Commission on Fraudulent Financial Reporting* (Comissão Nacional sobre Fraudes em Relatórios Independentes), foi criado em 1985 nos Estados Unidos, como uma iniciativa independente para estudar as causas da ocorrência de fraudes em relatórios financeiros. Trata-se de uma entidade sem fins lucrativos patrocinada por cinco das principais associações de classes de profissionais ligadas à área financeira nos Estados Unidos: AICPA (*American Institute of Certified Public Accounts*), AAA (*American Accounting Association*), FEI (*Financial Executives International*), IIA (*The Institute of Internal Auditors*) e IMA (*Institute of Management Accountants*). COSO (2009), define a gestão do risco como, um processo conduzido em uma organização pelo conselho de administração, direção e demais colaboradores, aplicado no estabelecimento de estratégias, formuladas para identificar em toda a estrutura organizacional, potenciais eventos, capazes de afetar o seu sucesso.

COSO (2007), relaciona quatro categorias de riscos relativas aos objetivos de uma organização: estratégia, operação, comunicação e *compliance*.

A categoria estratégica refere-se às metas e objetivos da organização que apoiam a missão; a de operação tem como meta a utilização eficaz e eficiente dos recursos; a de comunicação está relacionada com a fiabilidade dos relatórios e das prestações de contas ao exterior; a do risco de *compliance* consiste na ocorrência de impactos

negativos nos resultados ou no capital, decorrentes de violações ou da não conformidade relativamente a leis, regulamentos, determinações específicas, contratos, regras de conduta e de relacionamento com clientes, práticas instituídas ou princípios éticos que se materializem em sanções de carácter legal, na limitação das oportunidades de negócio, na redução do potencial de expansão ou na impossibilidade de exigir o cumprimento de obrigações contratuais (COSO 2007).

Quanto à metodologia da gestão do risco, a sua função também é de, administrar os riscos de modo a mantê-los compatíveis com o perfil da organização e dos seus gestores e possibilitar a garantia razoável do cumprimento dos seus objetivos (COSO, 2009).

Para La Rocque e Lowenkron (2004, p.2) a gestão dos riscos, *“vinha historicamente tendo por base a medição de impactos da variação isolada de fatores como taxas de juros, moedas e mercadorias sobre áreas de atuações específicas da empresa: aplicações de caixa, carteira de derivados, ou de receitas estrangeiras”*.

De acordo com a FERMA (2003, p.3), *“a gestão de risco empresarial é um processo, desenvolvido pela administração, a gestão e outros colaboradores de uma entidade, aplicado no estabelecimento da estratégia em toda a empresa, desenhado para identificar eventos potenciais que possam afetar a entidade, e gerir o risco dentro da apetência de risco da entidade, para garantir uma segurança razoável na realização dos objetivos.”*

Define ainda que *“o ponto central de uma boa gestão de riscos é a identificação e tratamento dos mesmos. O seu objetivo é o de acrescentar valor de forma sustentada a todas as atividades da organização”* (FERMA, 2003, p.3).

Nesta mesma linha de considerações Davis e Blaschek (2006), definem a gestão de riscos como um processo lógico e sistemático, no qual as organizações têm condições de identificar e avaliar riscos e oportunidades, visando uma melhor tomada de decisões e avaliação de desempenho. Os autores acrescentam que a gestão de riscos é voltada para o futuro, pois além de evitar e minimizar perdas também identifica oportunidades.

Ainda Davis e Blaschek (2006, p.5), referem que não há um ambiente completamente seguro, porém, *“muitos riscos podem ser evitados, reduzidos ou eliminados com uma boa gestão de riscos, que tem de ser bem planeada, lógica,*

abrangente e documentada de forma estratégica. Esta estratégia fornece orientação geral de planos, procedimentos e políticas”. Estas têm de ser bem desenvolvidas no quotidiano da atividade, como forma de se garantir que a gestão do risco vá ao encontro do proposto.

FERMA, (2003) destaca que, a gestão de riscos apoia da seguinte forma os objetivos da organização:

- Contribui para a criação de uma estrutura na organização que permita que a atividade futura se desenvolva de forma consistente e controlada;
- Permite a melhoria da tomada de decisões do planeamento e da definição de prioridades, através da interpretação abrangente e estruturada da atividade do negócio, da volatilidade dos resultados e das oportunidades/ameaças do projeto;
- Contribui para uma utilização/atribuição mais eficiente do capital e dos recursos dentro da organização;
 - Reduz a volatilidade em áreas de negócio não essenciais;
 - Melhora a gestão dos ativos e da imagem da empresa;
 - Contribui para a gestão do conhecimento das pessoas e da organização;
 - Otimiza a eficiência operacional.

Portanto, a gestão de riscos numa empresa assume a condição de mitigar os riscos, assim como, identificar, controlar, planejar, gerir e desenvolver modelos e mecanismos capazes de prever antecipadamente futuras ameaças a que a organização esteja suscetível.

2. A Internacionalização e o Risco

2.1. A Internacionalização

Com a progressiva liberalização do comércio mundial, a expansão internacional tem sido a resposta das empresas ao aumento generalizado da concorrência e às ameaças à sua sobrevivência. Welford e Prescott (1994), referem que a expansão para os mercados internacionais é uma entre várias estratégias de crescimento. Porém, Fernández e Nieto (2005), consideram que esta é a estratégia mais complexa que uma empresa pode adotar.

Simões (1997) chama a atenção para a existência de diversas definições de internacionalização, assentes em duas dicotomias: a oposição micro-macro, que confronta a ótica da economia nacional com a da empresa; a polarização *in ward out ward*, que opõe as operações “de dentro para fora” (exportações, licenciamentos no exterior e investimento no estrangeiro) às operações “de fora para dentro” (importações, aquisições de tecnologia estrangeira e investimento estrangeiro).

A nível empresarial, entre as diversas definições de internacionalização, mencionamos a de Meyer (1996), que a define como o processo pelo qual uma empresa incrementa o nível das suas atividades fora do país de origem.

Já Calof e Beamish (1995) referem que a internacionalização é o processo de adaptação das operações da empresa (estratégia, estrutura, recursos, entre outros) aos ambientes internacionais.

Para Chetty e Campbell-Hunt (2001), a internacionalização não pode ser vista apenas como um processo de “progressão crescente”, mas como um fenómeno com retrocessos, em que as empresas se podem “des-internacionalizar”, quer ao deixar de trabalhar um produto quer ao desistir do investimento direto no estrangeiro e recentrando-se na modalidade de exportação ou inclusivamente, reduzir (ou cessar) as suas atividades internacionais.

Do ponto de vista de Galan e Gonzalez-Benito (2001), as investigações sobre o processo de internacionalização devem responder às seguintes questões: (1) porquê internacionalizar? (2) de que forma internacionalizar? e (3) quais os destinos da internacionalização?

Já Deresky (2004), destaca que há distintas razões para uma empresa se internacionalizar, algumas reativas, outras proativas. As razões reativas podem ser oriundas da concorrência global, de barreiras comerciais, de regulamentação e restrições impostas pelos governos, e de reação às exigências do consumidor. Entre as razões proativas, podem-se destacar: obtenção de economia de escala, oportunidades de crescimento, acesso aos recursos e economia de custos e incentivos (isenções de impostos e subsídios).

Sobre a questão de que forma as empresas se internacionalizam, Johanson e Wierdersheim-Paul (1975) e Johanson e Vahlne (1977) apresentam quatro etapas progressivas de entrada nos mercados internacionais. Observa-se que estas etapas

representam graus de envolvimento diferentes no mercado externo, como: exportações simples, exportações via representantes independentes, estabelecimento de uma subsidiária de vendas internacional ou unidades de negócios internacionais que contemplam todas as atividades da cadeia de valor do negócio. Esses autores chegaram a tais evidências empíricas, ao realizar pesquisas em empresas suecas.

De acordo com Root (1994), o modo de entrada no mercado externo pode ocorrer através de exportação (indireta, direta via agente/distribuidor, direta via representante); contrato (licenciamento, *franchising*, acordos técnicos, contrato de serviço, contrato de gestão, contrato de construção, contrato de manufatura) e investimento (aquisição, *jointventure*).

Porém, mais recentemente o tema da internacionalização de empresas, tem sido estudado através da teoria do *Born Global* (Oviatt e McDougall, 1995). Na década de 90, surgiu esta teoria, pois percebeu-se que o ritmo da internacionalização das empresas estava a ocorrer de forma muito intensa. Por isso, a tese da expansão incremental e gradual não explicava totalmente o processo de internacionalização, principalmente nas pequenas e médias empresas que praticavam uma atividade internacional significativa desde o início de seu nascimento. Surge assim, a tese do *Born Global* que está pautada no envolvimento das empresas em atividades internacionais desde seus primeiros anos de vida (Oviatt e McDougall, 1994; Bell, 1995; Coviello e Munro, 1997; Crick e Jones, 2000; Andersson e Victor, 2003).

As *Born Globals* na visão de Oviatt e McDougall (1995) são empresas que, desde o início de suas constituições, procuram desenvolver vantagens competitivas expressivas no uso de recursos e na venda de produtos ou serviços em diversos países.

Acrescentam, também, que as *Born Globals* apresentam uma estratégia de internacionalização proativa e um compromisso para vender seus produtos ou serviços nos mercados globais, mesmo não possuindo unidades no exterior.

Knight e Cavusgil (1996) definem as *Born Globals* como empresas que vendem, pelo menos, 25% de seus produtos no mercado externo e que tenham começado as atividades de exportação nos três anos posteriores ao seu nascimento.

Uma pesquisa realizada por Moen e Servais (2002), com pequenas e médias empresas exportadoras da Noruega, Dinamarca e França, aponta para que num terço das empresas pesquisadas, o período entre a criação e exportação fosse inferior a dois

anos. Os resultados indicam, também, que a competitividade pode ser considerada como a principal causa da internacionalização e que os recursos básicos e competências da empresa são desenvolvidos durante a fase de estabelecimento.

Em relação às motivações para a rápida internacionalização das *Born Globals*, Cavusgil (1994) indica vários fatores. Entre eles, destacam-se o crescente papel dos nichos de mercado, uma maior procura por produtos especializados ou personalizados e ciclos mais curtos de produto.

Contudo, o envolvimento de empresas em mercados internacionais é uma decisão altamente complexa.

Segundo Han *et al.* (2009) a decisão de internacionalização divide-se em três fases: (1) identificação dos países que são mais favoráveis e com menores fatores de risco; (2) seleção do projeto a realizar nesse mercado; (3) determinação da viabilidade da oportunidade de internacionalização.

Já Root (1994), enumerou um conjunto de fatores que afetam as decisões da empresa (classificando-os em internos e externos). Nos externos destaca as características do país (dimensão e crescimento do mercado, ambiente político, económico e infraestruturas), as barreiras ao comércio e regulamentações do governo e as características dos produtos. Nos internos, refere os objetivos de gestão e a estratégia de seleção de mercados (foco na rapidez e sequência). Nas primeiras fases são os fatores internos e externos que permitem à empresa identificar os vários modos de entrada possíveis; a partir daí recorre a variáveis económicas para seleccionar o modo de entrada mais adequado.

Young *et al.* (1989) sugerem um método de avaliação semelhante em que explicitam os objetivos da entrada, avaliam a sua importância relativa do ponto de vista da empresa, de forma a definir os seus pesos, para assim ordenarem as diversas estratégias.

Um dos condicionantes do processo de internacionalização refere-se às oportunidades que a empresa ou o decisor identifica e a forma como estão dispostos a agir de acordo com as mesmas (Johanson e Vahlne, 2006).

Johanson e Vahlne (2006), ainda mencionam as oportunidades como todas as possibilidades produtivas que os gestores vêm e das quais podem tirar vantagens.

A pesquisa sobre os antecedentes das oportunidades demonstrou a relação existente entre a experiência prévia dos gestores com as oportunidades a serem desenvolvidas (Leonidou *et al.*, 1998).

A incerteza é igualmente um fator que condiciona o processo de internacionalização empresarial e é entendida como o oposto de uma oportunidade no contexto de internacionalização (Weber e Milliman, 1997).

Na perspetiva de Madsen e Servais (1997), as características e as experiências dos processos de tomada de decisão são atributos dos decisores, que vão influenciar a decisão sobre quais os mercados mais atrativos e quais as oportunidades que vale a pena perseguir, bem como quais os fatores que vão reduzir a incerteza sobre o mercado específico.

Por outro lado, as pesquisas também estudaram as implicações dos laços sociais (contactos nos mercados de destino) como determinantes do processo de internacionalização. Esta perspetiva foi desenvolvida como resultado da falha percebida da pesquisa que investigava o processo pelo qual as empresas identificam os mercados externos e os compradores específicos existentes nesses mercados (Ellis, 2000).

Ainda, Ellis (2000) defendeu que o aparente comportamento irracional de quem toma a decisão, quando decide em que mercado entrar, fornece uma base racional para o estudo do processo de internacionalização da empresa a partir de uma perspetiva dos laços sociais, isto é, os contactos que têm implicações sobre o processo.

Assim, é possível identificar uma multiplicidade de fatores de decisão afetos ao processo de internacionalização que genericamente estão associados à atividade, aos imensos potenciais e à capacidade concorrencial da empresa face aos competidores.

2.2. Riscos no Comércio Internacional

Para Ryan (2009), o comércio internacional (exportação e importação) constitui a essência das finanças internacionais. Com as exportações e importações que se realizam entre as entidades de diferentes pontos do mundo, separadas não só pela distância física, mas por normas políticas diferentes de cada país, torna-se cada vez mais importante gerir o risco do comércio internacional. Assim, têm vindo a ser

desenvolvidos mais assiduamente, novos protocolos, regras e regulamentos para que os exportadores e importadores cumpram a sua parte. Por exemplo, o exportador pode não fornecer o tipo certo de produto, pode não entregar a mercadoria dentro do prazo ou pode não fornecer a quantidade negociada. Por outro lado, o importador pode rejeitar os bens exigindo padrões de qualidade, pode não pagar o valor conforme os termos negociados ou no prazo adequado (Ryan, 2009).

Assim, da mesma forma que não existe uma definição padrão para o risco, não há classificação de riscos universalmente aplicável às empresas no comércio internacional. A definição da tipologia ou a classificação dos riscos considerados por uma organização dependem do âmbito em que está inserida, da indústria da qual faz parte e da estratégia escolhida pela mesma (Drew e Kendrick, 2005). Por exemplo, uma instituição financeira deve focalizar-se nos riscos de crédito, risco da taxa de juro, risco de câmbio, risco de liquidez e riscos operacionais, enquanto uma fábrica multinacional, para além dos anteriores, pode preocupar-se com os riscos políticos, económicos e financeiros de cada país em que opera (Drew e Kendrick, 2005).

Segundo Boczko (2005) as fontes de risco no comércio internacional dividem-se em quatro categorias: o **risco do país**, o **risco de crédito**, o **risco de propriedade** e o **risco cambial**.

Para Ryan (2009) o **risco do país** é definido como a perda que pode surgir de realização de negócios em um país estrangeiro específico. O risco do país relaciona-se com a probabilidade de que mudanças no ambiente de negócios, no cenário sócio político, legal e financeiro, reduzam a rendibilidade dos negócios nesse país. Ryan (2009) estudou se o risco do país é relevante para determinar os mercados com os quais a empresa deve ter relações comerciais. Nos seus estudos verificou que o risco sociopolítico é uma parte importante da avaliação do risco do país e que a existência de um nível maior de democracia condicionava o nível de risco do país positivamente e garantia fluxos comerciais mais elevados. Também, bastante ligado ao risco do país está o risco de crédito, pois as empresas em certos países têm dificuldades em emitir pagamentos aos seus fornecedores ou dificuldades de recebimento por parte dos seus clientes devido a políticas governamentais.

Assim, o **risco de crédito** está associado à perda por ausência de pagamento ou por incumprimento de contrato pela contraparte. Quando uma entidade empresta

dinheiro a outra, espera receber o dinheiro que emprestou, assim como o recebimento de juros. Desta forma, a entidade fica dependente da capacidade de pagamento do devedor, sofrendo uma perda se não lhe forem pagos os juros ou não lhe devolverem o capital. O risco de crédito ocorre sempre que existe a probabilidade de uma contraparte não pagar à outra parte um *cash-flow* no futuro. Exemplos de situações de risco de crédito direto incluem empréstimos normais e empréstimos não seguros como os cartões de crédito; garantias providenciadas e cartas de crédito escritas; linhas de crédito acordadas que podem ser abolidas; recebimentos de transações comerciais realizadas; outros recebimentos, por exemplo, de derivados (Pinho *et al.* 2011). Associado à capacidade de pagamento do devedor, existe o seu risco de liquidez que pode ser definido como o risco de incapacidade por parte de uma empresa em satisfazer os seus compromissos, quando os valores dos ativos monetários não são suficientes para fazer face ao passivo corrente. Nesta situação, pode existir um declínio de confiança das instituições de crédito que poderá dificultar o financiamento, tornando-o mais caro ou inacessível. Desta forma, a empresa poderá ter maior dificuldade em cumprir as suas obrigações, possuindo um maior risco de liquidez.

O **risco de propriedade** está relacionado com a possibilidade de perda ou dano de bens em países estrangeiros (Alves *et al.* 2007), por exemplo: roubos, perdas ou estragos.

O **risco de câmbio** está relacionado à variação do preço de uma divisa relativamente, a outra. Para além das oscilações cambiais decorrentes das operações do negócio e financeiras, o risco de câmbio também está fortemente ligado ao risco do país, pois os clientes podem optar por comprar mercadorias em países com a mesma moeda ou com moedas menos valorizadas do que o euro. Assim, conseguem preços mais baixos e por vezes sem diferenças cambiais, o que pode ter um impacto bastante significativo nas vendas das empresas. Caso uma empresa fature em euros e este valorize, os clientes internacionais fora da zona euro têm de trocar mais moeda para comprar na empresa portuguesa. Em consequência, os nossos produtos vão-se tornar mais caros e os preços menos competitivos. Assim, o risco cambial tem um grande impacto nas organizações que atuam nos mercados internacionais e deve-se dar bastante relevância à sua gestão. Por isso, seguidamente será abordado de forma mais profunda para que se compreenda a sua verdadeira importância.

Outros autores como, por exemplo, Neves (2011) e Pinho *et al.* (2011), referem ainda o **risco da taxa de juro** que resulta de variações de valor nas taxas de referência dos instrumentos financeiros poderem gerar perdas para os investidores.

A evolução das taxas de câmbio apresenta uma forte relação com os restantes riscos abordados. Ao nível do risco do país, essa relação estabelece-se por via da evolução das economias e do seu impacto nas taxas de inflação e de juro que, por sua vez, condicionam os valores cambiais. No que diz respeito ao risco de crédito, este também está associado ao risco do país e, consequentemente ao cambial e da taxa de juro, em virtude de que as flutuações das reservas de divisas podem dificultar as situações de liquidez das empresas e a sua capacidade para cumprir as obrigações com terceiros, bem como o custo dos juros a pagar para obter recursos financeiros.

Sendo assim, devido à sua importância na atividade operacional das empresas que apostam numa estratégia de internacionalização, o risco cambial e o risco da taxa de juro irão ser tratados nos pontos seguintes do trabalho.

2.3. Risco Cambial

Desde 1973, com o declínio do sistema *Bretton Woods*¹ e a flexibilização do câmbio nas economias mais desenvolvidas, investigadores e gestores têm procurado compreender os impactos que esse novo cenário trouxe ao mundo empresarial, principalmente às organizações com atividades internacionais.

O risco de câmbio está ligado à variação do preço de uma divisa relativamente a outra e “(...) pode ser gerado por atividades de comércio (exportação/importação) com o estrangeiro, por uma atividade financeira em divisas e também pelo desenvolvimento multinacional da empresa” (Gillot e Pion, 1993, p. 17).

Para além do risco de câmbio gerado pelas operações já referidas, a variação das taxas de câmbio pode ainda afetar, a médio prazo, a posição concorrencial de uma

¹ “As conferências de *Bretton Woods*, que definiram o sistema de gestão económica internacional, estabeleceram em julho de 1944 as regras para as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo. O sistema *Bretton Woods* foi o primeiro exemplo, na história mundial, de uma ordem monetária totalmente negociada, tendo como objetivo governar as relações monetárias entre Nações-Estado independentes”. (Wikipédia 2013)

empresa, o que se verifica quando as oscilações cambiais beneficiam, por lhe serem mais favoráveis, um concorrente estrangeiro. Quando uma moeda desvaloriza em face de outras, os bens produzidos nesse país ficam mais baratos para os compradores internacionais, o que origina um aumento da competitividade das empresas nesse país (Gillot e Pion, 1993).

Numa perspetiva temporal, *“uma empresa encontra-se exposta ao risco de câmbio no momento de realizar uma transação comercial ou financeira, efetuada numa moeda diferente da sua moeda nacional”* (Debeauvais e Sinnah 1992, p. 109).

Ainda segundo Debeauvais e Sinnah (1992), este risco pode assumir as seguintes tipologias, (1) risco de câmbio comercial, quando a operação subjacente é comercial; (2) risco de câmbio patrimonial, quando este decorre de investimentos no exterior; (3) risco de competitividade, quando as empresas estão submetidas a uma forte concorrência internacional.

Os trabalhos de Shapiro (1975), Hodder (1982) e Heckman (1985), enfatizaram o efeito que o câmbio tem sobre o fluxo de caixa das empresas. Esses trabalhos demonstraram que a variação da taxa de câmbio pode afetar o valor de mercado das empresas, já que incide diretamente sobre seu fluxo de caixa e indiretamente sobre o seu custo de capital.

Dumas (1978), Adler e Dumas (1984) e Hodder (1982) definiram a relação entre o valor de mercado das empresas e as mudanças inesperadas na taxa de câmbio como *“exposição económica ao risco de câmbio”*, ou risco de exposição ao câmbio.

Segundo Cornell e Shapiro (1983), a exposição económica ao risco de câmbio tem dois componentes distintos, (1) a exposição transacional, ou seja, o risco de transação, que é a possibilidade de se incorrer em ganhos ou perdas cambiais, numa data futura, em transações já realizadas em moeda estrangeira, cujos efeitos são normalmente sentidos no curto prazo; (2) a exposição operacional, isto é, o risco de conversão, que é resultado das flutuações do valor da moeda, em conjunto com os ajustamentos de preços, poderem afetar no longo prazo o fluxo de caixa operacional previsto para a empresa.

Dessa forma, o risco de exposição ao câmbio não depende somente do montante das transações internacionais que uma companhia realiza, mas também do grau de

exposição a influências externas a que as economias dos países em que atua estão sujeitas como, por exemplo, as taxas de juro.

Segundo Ferreira (2008), o risco cambial pode-se dividir em três tipos distintos, o risco de conversão, o risco de transação e o risco económico.

O risco de conversão, também designado risco contabilístico, mede o efeito de alterações na taxa de câmbio das operações em moeda estrangeira e na conversão (consolidação), para a moeda nacional, das demonstrações financeiras de empresas, cujos ativos e passivos estão denominados em divisas. Em termos contabilísticos, a diferença entre os ativos expostos e os passivos expostos designa-se geralmente por exposição líquida. Se o montante de ativos expostos é superior ao dos passivos expostos, as depreciações da divisa externa resultarão em perdas, enquanto as apreciações produzirão ganhos. Por sua vez, se o montante de ativos expostos é inferior ao dos passivos expostos, as depreciações da divisa externa resultarão em ganhos, enquanto as apreciações produzirão perdas. “O risco associado à consolidação pode não ser gerido, visto não ter impacto nos *cash flows* futuros. No entanto, aquando de desvalorizações sucessivas na moeda dos mercados onde se localizam as subsidiárias, as empresas mães poderão compensar as desvalorizações do seu património através da negociação de financiamentos nessas moedas. O valor dos ativos, passivos e património em países estrangeiros será expresso em moeda local, tal como os resultados gerados nesse país. Estes podem alterar o seu valor relativo para outro valor maior ou menor devido a flutuações de câmbio entre a moeda nacional e a moeda local. Aquando da prestação de contas no país de origem, a empresa mãe é obrigada a integrar as demonstrações financeiras das suas filiais internacionais, devendo para tal recorrer aos procedimentos definidos nas Normas Contabilísticas de Relato Financeiro nº 13 (Concentrações de atividades empresariais) e nº 23 (Os efeitos de alterações em taxas de câmbio). Em empresas com bastante investimento no estrangeiro, este torna-se um risco bastante importante e “pode levar a perdas significativas no património da empresa mãe” (Ferreira, 2008, p.17).

Para além do risco contabilístico, importa também perceber o risco de transação e o risco económico.

Segundo Ferreira (2008), o risco de transação refere-se a alterações potenciais no valor de fluxos monetários em aberto, devido a mudanças nas taxas de câmbio,

entre a data de início e a data de liquidação do contrato. Compras e vendas a crédito, empréstimos obtidos e concedidos, assim como resultados a receber, desde que denominados em divisas, são exemplos de operações sujeitas ao risco de transação. Se os recebimentos forem superiores aos pagamentos, as depreciações da divisa externa originarão perdas na tesouraria, já as apreciações produzirão ganhos. Se os recebimentos forem inferiores aos pagamentos, as depreciações da divisa externa originarão ganhos na tesouraria e as apreciações produzirão perdas.

O risco económico, ou seja, a exposição económica, também designada como exposição operacional mede o impacto das alterações da taxa de câmbio no valor atual líquido dos *cash flows* futuros da atividade da empresa. O conceito de risco económico aplica-se geralmente aos *cash-flows* operacionais futuros gerados pelas operações no estrangeiro, podendo, contudo, aplicar-se também aos gerados no mercado nacional (Ferreira, 2008). Este risco está associado à capacidade da empresa atenuar o impacto das oscilações cambiais no encarecimento dos fatores de produção e nos preços de venda dos seus produtos nos mercados internacionais.

2.4. Risco da Taxa de Juro

O risco de taxa de juro consiste numa oscilação desfavorável das taxas de juro. Por exemplo, nas operações com taxas variáveis, a subida de uma taxa de juro num empréstimo agravaria a prestação a pagar ao banco, acarretando mais dificuldades na gestão da tesouraria, levando a problemas de liquidez nas empresas; uma descida nas taxas de juro resultaria numa situação mais favorável de tesouraria.

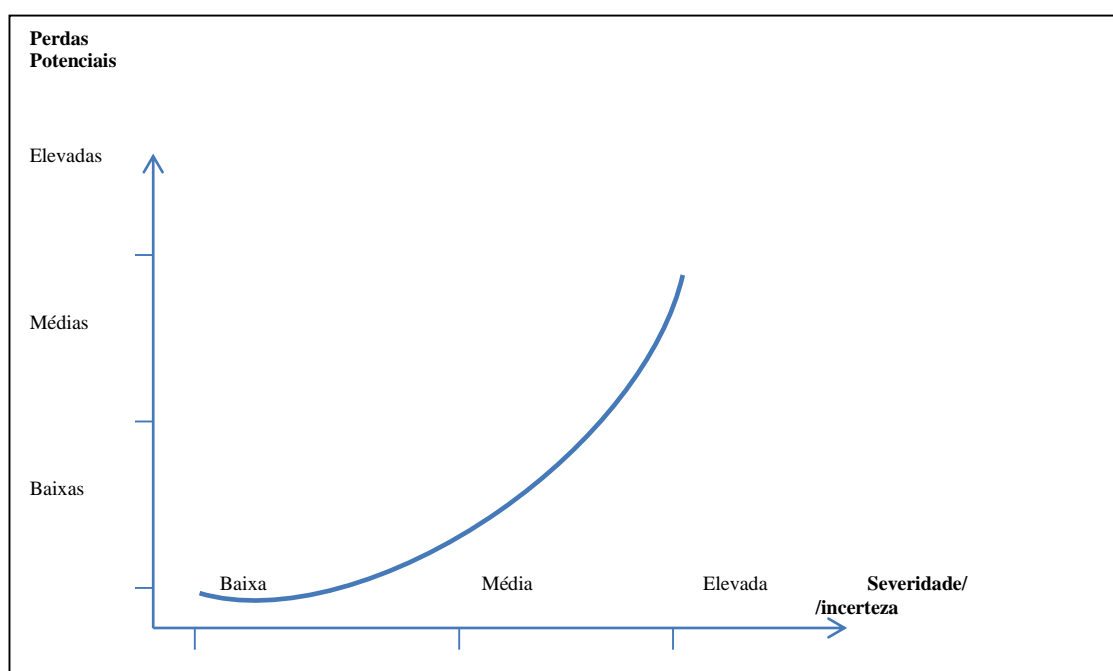
Em sentido inverso, no caso de aplicações de tesouraria, uma descida das taxas de juro leva a uma diminuição dos recursos disponíveis, ou seja, o montante de juro recebido periodicamente diminui. Já a situação contrária, gera um rendimento superior (Ferreira, 2008).

Segundo Ferreira (2008, p. 38), “a análise e avaliação das exposições às taxas de juro, possibilitam às empresas decidir sobre a *severidade* e *incerteza*, das posições abertas e sobre as perdas potenciais” (conforme se pode observar na Figura 1).

Ainda de acordo com o mesmo autor, as entidades terão de programar métodos de gestão de riscos mais adequados no caso de situações de as perdas potenciais serem importantes. Esses métodos podem ser de três tipos:

- Para controlar o equilíbrio das exposições à taxa fixa e variável;
- Para gestão cuidadosa dos empréstimos e investimentos, no sentido da redução de riscos;
- Para proteção contra variações adversas nos níveis das taxas de juro na curva de rendimentos (em geral, para emprestar dinheiro por um prazo mais longo, o investidor exige um juro maior).

Figura 1 - Curva da gestão de risco



Fonte: Adaptado de Ferreira (2008)

Ainda com base no mesmo autor, as taxas de juro são importantes para toda a economia, pois uma mudança no seu valor pode afetar a economia global de diversas maneiras.

Por exemplo, um aumento provoca normalmente uma diminuição do consumo e do investimento, desacelerando a economia. Por outro lado, quando o valor das taxas de juros cai, as empresas têm um maior acesso ao financiamento para a expansão das suas atividades, gerando uma maior capacidade de produção e um incremento potencial do nível salarial. Tal realidade, obviamente que introduz uma maior dinâmica económica e um ambiente mais favorável ao funcionamento dos negócios, atuando positivamente sobre os resultados das empresas.

Assim, a nível empresarial o risco da taxa de juro incide nas operações financeiras (financiamentos e aplicações) que as empresas realizam, mas também na própria evolução dos negócios por via de também condicionar as características do mercado potencial.

3. Estratégias de gestão do risco nos mercados internacionais

Como referido anteriormente, a decisão de internacionalização, envolve uma série de riscos associados, entre outros aspetos, à modalidade de entrada nos mercados externos, à capacidade competitiva das empresas, ao contexto dos mercados e dos próprios riscos dos países envolvidos nos negócios das empresas.

Assim, a decisão de internacionalização deve ser consequência de uma análise estratégica, que avalie a viabilidade económica e financeira para se abordarem novos mercados, bem como os eventuais benefícios a obter face aos custos associados. Para além disso, e a um nível mais operacional, as empresas vêm-se confrontadas com os riscos de crédito, cambial e da taxa de juro, nas operações comerciais e financeiras que realizam diariamente no âmbito do seu ciclo de exploração, podendo ótimas oportunidades transformarem-se em autênticos descabros financeiros.

Em virtude destes riscos afetarem fortemente a atividade normal das empresas nos mercados internacionais através de maiores custos financeiros decorrentes de recebimentos que não ocorram, de diferenças cambiais desfavoráveis ou de evoluções negativas das taxas de juro das moedas envolvidas nas operações, irá-se de seguida abordar diferentes estratégias para gerir estes riscos.

Começa-se por estudar as técnicas de pagamento e as fontes de financiamento no comércio internacional, a fim de se mitigar o risco de crédito e de se proteger a tesouraria da empresa.

De seguida, irão ser abordadas as técnicas de cobertura do risco cambial e da taxa de juro para se evidenciar o modo como poderão melhorar a margem dos negócios internacionais.

3.1. **Técnicas de Gestão do Risco de Crédito**

3.1.1. **Técnicas de Pagamento**

“Estes instrumentos, se devidamente utilizados, podem tornar as operações internacionais não apenas mais seguras como também menos onerosas, contribuindo assim para o seu desenvolvimento e intensificação” (Porfírio, 2003, p.121).

Gogoski, (2012), refere que as técnicas de pagamento são indispensáveis para as organizações e para um bom funcionamento da economia. Permitem que o dinheiro cumpra o seu papel de meio de troca na compra/venda de bens ou serviços.

Se o dinheiro é a força vital das economias modernas monetárias, as técnicas de pagamento é que fazem circular o sistema. Uma infraestrutura de pagamentos bem concebida contribui para o bom funcionamento dos mercados, ajuda a eliminar atritos no comércio, garantindo a estabilidade financeira nos mercados (Gogoski, 2012).

Bolt e Chakravorti (2010) sugerem que as escolhas de técnicas de pagamento dependem de vários fatores, tais como características da transação, de localização dos intervenientes e estruturas de custos.

Porfírio (2003) diz que existem várias modalidades de pagamento aplicáveis às trocas com o exterior, as quais podem agrupar-se em duas grandes categorias, dependendo da forma como os documentos são transacionados:

- Operações de Liquidação Direta, onde os documentos são enviados diretamente ao comprador da mercadoria. Compreendem dois meios de pagamento: o cheque e a ordem de pagamento.

- Operações Documentárias, na qual a transmissão dos documentos é sempre realizada através de instituições bancárias. Abrangem dois meios de pagamento: remessas documentárias e créditos documentários.

Tendo em vista a segurança das suas operações, as partes podem optar pelas modalidades que melhor sirvam os seus interesses.

No pressuposto de que a aquisição não é paga a pronto pagamento e considerando as boas práticas de comércio internacional neste domínio, bem como o número crescente de agentes económicos envolvidos nesta atividade, o crédito documentário tornou-se o meio de pagamento mais utilizado e seguro para garantir os interesses dos diferentes intervenientes nas operações de comércio internacional (AICEP, 2010).

O cheque bancário é bastante diferente do que foi referido no parágrafo anterior, pois existe um espaço temporal mais significativo entre o momento do débito da conta do importador e o momento do efetivo recebimento por parte do exportador (BPI, 2014).

O cheque bancário é um documento de pagamento emitido por um banco, sobre uma conta própria ou de qualquer outra entidade financeira, com garantia de provisão. É um produto dirigido a empresas que desenvolvam uma atividade importadora/exportadora de mercadorias, bens ou serviços. É utilizado nas operações com fornecedores ou clientes no exterior, com os quais tenham um grau de confiança elevado. O exportador envia as mercadorias e os documentos que as representam diretamente ao importador. O importador ordena ao seu banco que, por débito da sua conta, emita um cheque sobre o estrangeiro, a favor do exportador e sobre uma conta de um banco no país do exportador. O banco emitente² debita a conta do ordenador pelo valor do cheque acrescido das suas despesas e entrega-lhe o cheque para envio ao beneficiário. O beneficiário apresenta o cheque ao banco sacado³ ou ao banco onde tem conta, para que este o negoceie ou envie à cobrança.

² O banco emitente é o banco do ordenador, responsável pela abertura do crédito;

³ Sacado, é o comprador, aquele a quem deve ser feita a apresentação de acordo com a ordem de cobrança;
Fonte: (https://www.montepio.pt/SitePublico/pt_PT/empresas/negocio-internacional/trade-finance/creditos-documentarios.page, consultado a 27-11- 2014).

As ordens de pagamento sobre o exterior ou as transferências internacionais são operações bancárias que envolvem instituições de crédito de países diferentes e que permitem a movimentação de fundos entre contas, em qualquer moeda, efetuadas por iniciativa de um ordenante⁴, particular ou empresa, que solicita a uma instituição de crédito que seja debitada a sua conta e creditada uma outra, a do beneficiário⁵, conta esta que está domiciliada numa instituição de crédito no estrangeiro. Estas operações apresentam como principais vantagens, a forma segura, rápida e cómoda de enviar fundos para o exterior, redução de custos e de carga administrativa associada à execução e controlo de pagamentos, bem como a possibilidade de associar operações cambiais previamente contratadas com o banco (IAPMEI, 2011).

A remessa simples é o meio de pagamento mais básico nas operações documentárias, sendo também aquele que envolve menos segurança para o exportador, visto que o importador pode ter acesso às mercadorias antes de ir ao banco cumprir as suas obrigações (BPI, 2014). Esta consiste numa ordem dada pelo exportador ao seu banco para que este envie letras de câmbio ou outros documentos financeiros, para pagamento ou aceite pelo importador. Em regra, estes documentos financeiros relacionam-se com um envio de mercadorias. O exportador emite um aceite sobre o importador pelo valor acordado, o banco remetente faz seguir o aceite para o banco correspondente com instruções para que este obtenha o aceite e realize o pagamento no vencimento. Após o aceite, o banco correspondente envia-o ao banco remetente que o entrega ao exportador ou, mantém-no em carteira para cobrança no vencimento (BPI, 2014).

Em relação à remessa documentária, *“é uma operação mais elaborada que no caso da remessa simples, exigindo-se por via desta operação um papel mais interveniente para as instituições financeiras que no caso anteriormente analisado, obtendo-se também assim por este meio uma forma mais segura das até aqui analisadas em termos de liquidação das operações de comércio internacional”*, (Porfírio, 2003, p.102).

⁴ Ordenador, comprador ou importador incumbe um banco de proceder à abertura do crédito;

⁵ Beneficiário, vendedor ou exportador é o destinatário da operação, aquele a favor do qual o crédito é emitido;

“A diferença fundamental para a remessa simples tem a ver com o facto de, através da remessa documentária, a mercadoria só entra na posse efetiva do importador após o pagamento ou aceite dos saques sobre ele efetuados, que correspondem ao devido valor da operação em questão”, (Porfírio, 2003, p.102).

As remessas documentárias são uma operação em que o vendedor despacha a mercadoria, contudo, os documentos, nomeadamente os que dão a sua posse, são remetidos, em geral, através do seu banco para um banco da praça do comprador, que os entregará mediante determinadas condições. Eventualmente, poderá existir o desconto de remessas constantes na letra de câmbio emitida. Nesse caso, o banco, adianta os fundos sobre o valor da operação, creditando o exportador e ficando ressaltado do direito de regresso contra aquele no caso de incumprimento do comprador (IAPMEI, 2011).

O crédito documentário, em que a sua denominação original assentava” no termo *carta de crédito* (ou *letter of credit - L/C*, definindo a forma inicial de troca de mensagens entre as instituições financeiras por via de uma carta, onde constavam todos os termos inerentes a um crédito documentário. Com o evoluir das tecnologias da informação em geral e, em particular do sistema SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), a troca de documentos deste tipo entre as instituições financeiras passou a efetuar-se de forma generalizada através do SWIFT. Assim a designação *carta de crédito* caiu de alguma forma em desuso na sua expressão portuguesa, assumindo o nome de *crédito documentário*”, (Porfírio, 2003, p.102). O crédito documentário é uma garantia de pagamento da transação de bens/serviços que consiste numa ordem dada pelo importador ao seu banco para que este, perante o exportador assuma o compromisso de pagar, aceitar ou negociar um determinado montante (valor da mercadoria), desde que o beneficiário apresente os documentos exigidos, em conformidade com todos os termos definidos nesse compromisso (carta de crédito). Dirige-se a empresas com atividade internacional que necessitem de realizar cobranças ou pagamentos e em que o grau de confiança entre comprador/vendedor seja muito baixo (Montepio, 2014).

No caso de um crédito documentário com pagamento contra a apresentação dos documentos (à vista), o importador solicita a abertura do crédito ao seu banco, depois este solicita a um banco no país do exportador que o notifique, informando-o das

condições em que o crédito está aberto. O exportador analisa os termos da carta de crédito (previamente acordados com o importador) e procede ao envio da mercadoria para o destino indicado na carta de crédito. Dentro do prazo estipulado, o exportador entrega a documentação requerida ao banco notificador⁶; se o crédito documentário foi confirmado pelo banco confirmador⁷ e se a documentação apresentada cumprir integralmente as condições estipuladas, o banco confirmador paga ao exportador o valor do crédito e envia ao banco emitente a documentação recebida. Caso, o crédito seja apenas notificado, o banco do exportador envia a documentação ao banco emitente, solicitando o reembolso imediato. Em qualquer dos casos, o banco emitente verifica a conformidade dos documentos em função dos termos da carta de crédito e se não houver qualquer divergência reembolsa o banco que lhe remeteu a documentação e entrega-a ao importador, contra pagamento do valor utilizado. Na posse dos documentos, o importador procede ao levantamento da mercadoria. No caso de um crédito documentário contra aceite ou pagamento diferido (a prazo), o processo operativo é idêntico, exceto no que se refere ao pagamento que é substituído pelo aceite de um efeito e/ou diferimento do pagamento para o prazo acordado (IAPMEI, 2011).

Para além das técnicas de pagamento é importante referir a importância das formas de financiamento das empresas nos mercados internacionais, pois a utilização adequada de um financiamento pode ser imprescindível para qualquer estratégia de expansão de uma empresa, uma vez que pode permitir equilibrar a situação de tesouraria, compensando os prazos de recebimento concedidos.

3.1.2. Formas de Financiamento

As formas de financiamento nos mercados internacionais incluem alguns instrumentos através dos quais as empresas se podem financiar nos mercados externos.

⁶ Notificador limita-se a transmitir ao beneficiário os termos e condições da carta de crédito, sem qualquer compromisso ou responsabilidade da sua parte, apenas garantindo a sua proveniência e autenticidade;

⁷ Confirmador confirma a carta de crédito ao beneficiário, assumindo ele próprio a responsabilidade idêntica à do Banco emitente;

Fonte: (https://www.montepio.pt/SitePublico/pt_PT/empresas/negocio-internacional/trade-finance/creditos-documentarios.page, consultado a 27-11- 2014).

Destacam-se as letras de câmbio, o *forfaiting* e os aceites bancários. (Eiteman *et al*, 2002 e Porfírio, 2003)

Eiteman *et al* (2002), refere que as letras de câmbio são uma forma de financiamento de curto prazo. O cliente ao pagar uma fatura através de uma transação com letra de câmbio pode alongar seu período de pagamento. Por outro lado, o usuário⁸ pode descontar a letra de câmbio. Ou seja, pode transferi-la para outra pessoa (utilização da letra de câmbio). Por exemplo, o usuário pode transferir a letra de câmbio antes do vencimento para uma instituição bancária para fins de refinanciamento (desconto). Uma vez que a instituição bancária receberá o montante apenas na data de vencimento, cobrará juros (desconto) pelo período desde o desconto da letra de câmbio até o vencimento (Porfírio, 2003).

Caso o usuário não desconte a letra de câmbio, ele pode apresentá-la ao cliente para pagamento na data de vencimento ou transferi-la antes do vencimento para uma instituição bancária que irá apresentá-la para cobrança. Essa entidade, cobrará uma taxa de serviço pela cobrança. O usuário pode também transferir a letra de câmbio para terceiros como, por exemplo, um fornecedor para liquidação de contas a pagar (meios de pagamento), sendo a letra transferida por endosso, no verso do instrumento à ordem (Porfírio, 2003).

Contudo, no comércio externo, as letras de câmbio são, com frequência, compradas pelos bancos, denominando-se essa operação por *forfaiting*. Com essa opção, o vendedor da letra de câmbio pode eliminar a sua exposição a riscos (BCP, 2015).

Assim, o financiamento à *forfait* ou *forfaiting*, consiste na compra por desconto pelo banco *forfaiting*, sem recurso ao exportador, de títulos de dívida (letras, notas promissórias⁹ ou outros instrumentos de reconhecimento de dívida). O banco *forfaiting* ao efetuar a compra sem recurso ao exportador assume, assim, todo o risco da transação internacional, daí que, estas operações possam estar muitas vezes sujeitas a

⁸ O usuário é o detentor da letra de câmbio - fornecedor

⁹ Nota promissória é um título cambiário em que seu criador assume a obrigação direta e principal de pagar o valor correspondente no título.

uma garantia por parte de uma instituição financeira estrangeira que, nesse caso, toma o risco do cliente comprador (importador). Esta solução permite ao exportador a venda de títulos de dívida ao banco de modo a usufruir de pagamento imediato em vez de aguardar pelas datas de vencimento, libertando os limites de crédito na medida em que o exportador se desresponsabiliza da operação. O exportador recebe de imediato o valor líquido (deduzido de juros e despesas), enquanto que o importador paga no prazo acordado a mercadoria importada, incluindo na maioria das vezes nesse pagamento, os juros e despesas cobradas pelo banco.

Em relação aos aceites bancários, *“a utilização de bankers acceptances¹⁰ pressupõe a existência na carteira de uma empresa, de títulos de crédito aceites por um determinado importador de outro país e avalizados por uma instituição financeira do país do importador”* (Porfírio, 2003 p.152), ou seja, o aceite bancário é utilizado para designar um contrato, que assume a forma de um título, aceite por um banco para pagamento de um determinado montante numa data futura.

Com esses títulos, o exportador pode solicitar ao seu banco um desconto, com hipóteses de recurso e acordar com este mesmo banco uma taxa para essa operação. (Millennium BCP, 2015)

Em suma, verifica-se que existem atualmente diversas técnicas de pagamento e formas de financiamento que podem ser aplicadas às operações realizadas nos mercados internacionais que, permitem uma diminuição do risco de crédito junto dos clientes estrangeiros.

Assim, as técnicas a utilizar deverão ter em consideração, o nível de conhecimento sobre o risco associado às entidades devedoras com quem a empresa realiza negócios, e o nível de necessidades financeiras da atividade que poderão exigir que se dê prioridade à liquidez e a prazos de recebimento mais curtos.

¹⁰ Aceites bancários

3.2. Técnicas de Gestão do Risco Cambial

As empresas podem utilizar diversas técnicas para gerir e cobrir o risco da taxa de câmbio e das taxas de juro. Para Matos (1992), as técnicas de gestão do risco cambial podem-se distinguir entre internas e externas como se pode observar no seguinte quadro.

Quadro 1 - Técnicas de Cobertura do Risco

Técnicas Internas	Posições Existentes	<ul style="list-style-type: none"> - Pagamento antecipado - Técnica de <i>Leading and Lagging</i> - Compensação
	Posições Futuras	<ul style="list-style-type: none"> - Escolha da moeda de faturação - Ações sobre os preços de venda - Ações sobre o ativo e passivo - Diversificação de divisas
Técnicas Externas		<ul style="list-style-type: none"> - Fixação do câmbio a prazo (<i>Forward</i>) - Arbitragem de posições a prazo - <i>Matching</i> - Adiantamento de divisas - Descontos de pronto pagamento - Contratos de Futuros sobre divisas - <i>Swaps</i> de divisas - Contratos de Opções sobre divisas - Cobertura através de organismos oficiais

Fonte: Adaptado de Alves *et al.*, 2007

As técnicas internas são as que menos custos acarretam para as empresas, pois consistem em operações de cobertura efetuadas sem recurso aos mercados financeiros.

Já as técnicas externas consistem em operações de cobertura efetuadas por meio de instrumentos financeiros em que as empresas têm de recorrer a entidades externas acarretando, eventualmente, um maior custo.

As técnicas internas podem-se ainda subdividir nas que se aplicam a posições existentes e a posições futuras.

3.2.1. Técnicas Internas

Estas políticas de cobertura passam pela adoção de medidas ao nível estratégico da política de financiamento, comercial e de investimento. Normalmente, este tipo de gestão de risco leva à deslocalização da produção e a financiamentos em moeda igual ou de forte correlação com a moeda de faturação das exportações (Porfírio, 2003).

Em relação às técnicas internas sobre posições existentes, já referidas anteriormente no quadro 1, a empresa pode recorrer ao pagamento antecipado, à técnica de *“leading and lagging”* e à compensação.

No pagamento antecipado, o importador paga ao exportador antes do envio da mercadoria. Trata-se da opção mais interessante para o exportador, que recebe antecipadamente o pagamento. O risco é assumido pelo importador, que pode não receber a mercadoria ou recebê-la em condições não acordadas anteriormente com o exportador. Embora o pagamento antecipado não seja procedimento muito adotado, pode ocorrer quando houver relação de confiança entre as empresas envolvidas. É igualmente utilizado entre empresas mãe e filiais e também pela empresa importadora que procura garantir-se quanto a possíveis oscilações futuras de valorizações da taxa de câmbio.

A técnica de *leading and lagging* envolve a alteração de datas de pagamento e recebimento como forma de precaução contra possíveis desvalorizações ou valorizações expectáveis das moedas estrangeiras envolvidas. Abor (2005) define a estratégia *lead* na antecipação dos valores a receber quando se espera que as moedas envolvidas sofram depreciações, bem como a antecipação dos pagamentos quando se espera uma valorização da moeda estrangeira; relativamente à estratégia *lag* é uma combinação equilibrada de indicadores de resultados que tem como objetivo atrasar as cobranças de valores a receber quando existe a previsão que a moeda associada

valorize, bem como o atraso dos pagamentos quando se espera que a moeda vá sofrer uma desvalorização. Este método requer algum poder negocial ou fortes relações de confiança entre os parceiros de negócio, sendo sempre mais fácil entre empresas do mesmo grupo do que entre empresas praticamente desconhecidas. O sucesso deste tipo de técnica depende, também, das taxas de juro aplicadas nos países em questão, visto que pode levar a pedidos de financiamento de curto prazo ou a não aplicações de fundos, nos casos de atrasos de recebimentos, bem como a aplicações de fundos, no caso da antecipação do recebimento com eventual pedido de financiamento pela entidade que paga. Logo, os ganhos cambiais terão necessariamente que ser maiores que os gastos relativos a juros. As empresas tentam, assim, obter ganhos ou mais valias com as alterações verificadas de acordo com interesses manifestados entre as partes envolvidas.

Outra técnica interna relativa a posições existentes é a compensação que segundo Abor (2005) consiste na tentativa de conciliar valores a pagar e a receber, nas mesmas moedas com o mesmo parceiro e em datas coincidentes com o objetivo de diminuir a exposição ao risco cambial e ainda reduzir custos relativos às transferências de fundos. Este tipo de técnica implica uma gestão eficaz da tesouraria moeda a moeda e é bastante utilizado em empresas multinacionais.

Quanto às técnicas internas relativas a posições futuras destaca-se, segundo Isacson *et al* (2003), a escolha da moeda de faturação. Esta técnica depende da capacidade negocial da empresa face aos seus clientes, sendo um fator bastante importante, porque se a empresa conseguir faturar e receber na moeda do país em que opera estará a eliminar o risco cambial. No caso de a empresa não conseguir faturar na moeda em que opera é bastante importante que consiga faturar e receber o seu dinheiro em moedas atualmente ou potencialmente fortes. No caso do importador, deve tentar negociar em moedas com tendência a desvalorizar.

Com a circulação do euro por maior parte da Europa este veio trazer mais estabilidade às empresas, pois, riscos de taxas de juro e cambiais, bem como riscos de transação e contabilísticos tendem a ser mais reduzidos nas relações comerciais entre empresas sedeadas nos países aderentes à moeda única, visto que, todos utilizam a mesma moeda como principal.

Segundo Peynot (1987), poderá também ser utilizada a técnica de ações sobre os preços de venda que consiste no aumento do preço de produtos ou serviços prestados com o fim de compensar as depreciações da moeda no caso do exportador, ou a tentativa de negociar um preço mais baixo por parte do importador caso este preveja uma possível perda cambial. Duas partes podem renegociar preços de venda tendo em conta apreciações ou depreciações previstas na moeda de faturação, em que a perda cambial de uma das partes é compensada pelo seu ganho relativo à ação sobre o preço e onde o ganho cambial da outra parte é anulado pela perda relativa à ação sobre o preço. Outra possibilidade é a indexação dos preços às taxas de câmbio tentando compensar os ganhos de um lado com as perdas do outro.

O autor refere, ainda, técnicas de ações sobre o ativo e passivo para evitar perdas de conversão nos registos contabilísticos e no processo de consolidação das filiais no estrangeiro na empresa mãe. O objetivo é reduzir valores ativos e aumentar valores passivos expressos em moedas com tendência a desvalorizar e o procedimento contrário para moedas em que se preveja a sua apreciação.

Por último, a diversificação de divisas é outra técnica de gestão do risco cambial que consiste em alargar o leque de moedas transacionadas, evitando a dependência de uma só divisa. Brealey e Myers (1998) referem a adopção de uma estratégia de diversificação de ativos como forma de assegurar uma rendibilidade atrativa e, em simultâneo, uma diminuição do risco. O principal foco da diversificação é a escolha de divisas que apresentem correlações reduzidas ou negativas, ou seja, não tenham comportamentos semelhantes.

Apesar das técnicas internas serem comuns e acarretarem menores custos para as empresas, por norma não são suficientes para uma gestão eficaz do risco cambial. Daí, por vezes, ser necessário às empresas recorrerem a técnicas externas para a gestão do risco cambial.

3.2.2. Técnicas Externas

Como referindo anteriormente, as técnicas externas consistem em operações de cobertura efetuadas por meio de instrumentos financeiros, ou seja, são operações de

cobertura que para serem realizadas, as empresas têm de recorrer a meios externos à sua atividade.

Dentro do leque de escolha dos contratos futuros existentes, os *forwards* cambiais e de taxas de juro de curto prazo (*FRA - Forward Rate Agreement*) são dos derivados mais utilizados pelas empresas¹¹, permitindo cobrir dois tipos de risco, o risco de câmbio e o risco de taxa de juro.

No que diz respeito aos *forwards* cambiais e seguindo o conceito de Mota e Custódio (2006), este tipo de contrato representa uma transação acordada entre duas entidades, para a compra (venda) de uma moeda A e venda (compra) de uma moeda B, a um preço (taxa *forward* A/B) numa data futura determinada (vencimento do *forward*). Nestas transações podem existir dois tipos de motivação, a cobertura do risco cambial ou a especulação. No primeiro caso, a incerteza, no que respeita ao valor futuro de uma determinada taxa de câmbio, é eliminada através da fixação do preço do *forward*, conseguindo desta forma limitar antecipadamente o valor futuro de uma determinada transação. No que respeita à especulação, o contrato pode ser realizado com o intuito de obter um ganho, resultante de uma diferença favorável entre a taxa de câmbio contratada através do *forward* e a taxa de câmbio à vista que vigorará no seu vencimento.

A técnica de arbitragem de posições a prazo permite fazer a arbitragem entre uma posição curta ou devedora e uma posição longa ou credora de duas moedas estrangeiras diferentes. Para Matos (1992), numa situação em que uma empresa tenha a receber um montante em moeda estrangeira X a três meses e tenha a pagar um montante em moeda estrangeira Y a seis meses poderá comprar a prazo a três meses a moeda estrangeira Y utilizando os contratos *forward* explicados anteriormente. A empresa poderá trocar a moeda estrangeira X recebida ao final dos três meses em contrapartida da moeda estrangeira Y que precisará pagar ao final de seis, podendo, inclusivamente, beneficiar de juros provenientes de uma eventual aplicação do capital até à data do pagamento ao fornecedor. Neste caso, o risco cambial será eliminado. Se o montante recebido na moeda X for superior ao montante na moeda Y, o excedente poderá ser vendido a prazo contra moeda nacional. Caso o montante na moeda X seja

¹¹ Mota e Custódio (2006)

inferior ao da moeda Y, será necessário comprar a prazo moeda Y até ao montante a pagar. Este método permite no momento em que são previstas as transações futuras em moedas estrangeiras, eliminar ou reduzir bastante o risco cambial referente a mais que uma moeda.

O *matching* consiste na compensação de débitos e créditos numa moeda, desde que as empresas dos diferentes países, tenham débitos e créditos coincidentes. Segundo Dhanani (2004), empresas com movimentos de importação e exportação mais frequentes têm maior facilidade em encontrar montantes a receber e a pagar nas mesmas moedas com prazos semelhantes, eliminando o risco cambial.

O adiantamento de divisas, segundo Abor (2005), permite a uma empresa exportadora receber antecipadamente um valor em moeda estrangeira convertendo-o em moeda nacional, logo que sejam expedidas as mercadorias e não apenas na data do pagamento do cliente, eliminando grande parte do risco cambial. Esta técnica baseia-se num pedido de financiamento a curto prazo na moeda da operação comercial, cujo montante será devolvido assim que o cliente pague a respetiva obrigação para com a empresa. Assim, o montante recebido em moeda estrangeira será enviado à instituição financiadora que exigirá o pagamento de juros na mesma moeda. O montante relativo aos juros será o único valor sujeito ao risco cambial, caso o valor a receber seja inferior.

Os descontos de pronto pagamento consistem no pagamento ou recebimento da mercadoria ou serviço no ato da realização da transação comercial, a troco da obtenção ou concessão de um desconto que torne atrativo a ambas as partes fazer coincidir os fluxos económicos e financeiros (Alves *et al.*, 2006). Assim, afasta-se a situação de incerteza quanto ao valor das moedas, dado que o risco cambial ocorre entre o momento da negociação e o momento da liquidação da operação.

Como refere Pinho *et al.* (2011), os derivados são essencialmente utilizados para cobertura de risco (*hedging*), podendo também ser usados por motivos especulativos e arbitragistas. Dada a multiplicidade de riscos que os investidores pretendem transferir, os contratos de derivados têm-se multiplicado, havendo hoje em dia uma grande quantidade de derivados à escolha, salientando-se, pela maior utilização, os contratos futuros, os *swaps* e de opções.

Futuros são contratos a prazo, mas transacionados em mercados organizados (bolsas) que impõe um conjunto de regras e mecanismos de funcionamento, o que os diferencia dos *forward* referidos anteriormente (Mota e Custódio, 2006).

Num *swap*, as partes aceitam permutar regularmente (semestralmente, anualmente) até ao vencimento do contrato, fluxos (taxas de juro fixa vs taxa de juro variável, variação de um índice de ações vs variação de outro índice de ações, etc) que são calculados a partir de um montante teórico (Mota e Custódio, 2006).

No que concerne às opções, as opções de compra (venda) conferem ao comprador, mediante o pagamento inicial de um prémio ao seu vendedor, o direito de comprar (vender) determinado montante do ativo subjacente por um preço inicialmente estabelecido (preço do exercício) em, ou até, determinada data futura - vencimento da opção, (Mota e Custódio, 2006).

Segundo Pinho *et al.* (2011), a cobertura de risco feita através de contratos derivados permite reduzir riscos operacionais e financeiros, no caso de existirem movimentos adversos dos preços do ativo subjacente. Para que o investidor consiga fazer a cobertura de risco, deve adquirir no mercado de derivados uma posição igual, mas de sentido oposto à do ativo que detém, ou seja, a estratégia de *hedging* consegue-se através da tomada de posições nos contratos de derivados, contrárias às posições anteriormente assumidas no mercado *spot*. Isto é possível dado que os preços dos ativos do mercado à vista e dos derivados do mercado a prazo estão correlacionados.

De acordo com Mota e Custódio (2006), um futuro é um contrato a prazo entre duas entidades relativo à compra/venda de determinado ativo em data futura conhecida. O aspeto que marca a diferença entre um futuro e um *forward* é o facto de o futuro ser transacionado num mercado organizado (bolsa), no qual vigora um conjunto de regras e procedimentos.

No vencimento deste tipo de contratos, podem verificar-se duas situações distintas, a liquidação física do contrato ou a liquidação financeira. No caso da liquidação física, que se pode dar quando o ativo subjacente é materializável, o vendedor do futuro entrega ao comprador o ativo relativo ao contrato, enquanto o comprador paga o montante correspondente ao valor do contrato, sendo este calculado com base na cotação de fecho do último dia de transação. No caso da liquidação financeira, após o último dia de transações, são disponibilizados os saldos das contas margem do comprador e do vendedor (Mota e Custódio, 2006).

Apesar destas situações, o comprador ou o vendedor do futuro pode liquidar a sua posição no contrato antes do seu vencimento. Para fazê-lo apenas terá de realizar

uma transação simétrica à que foi realizada no início do contrato, podendo de seguida levantar o saldo da sua conta margem (Mota e Custódio, 2006).

Comparando os futuros com os *forward*, os primeiros apresentam características distintivas que visam ter maior liquidez e minimizar o risco de crédito. Para que tal aconteça, os futuros são mais estandardizados, impondo um reduzido número de datas de vencimento, um montante mínimo fixo e apenas múltiplos desse montante. Esta estandardização tem por objetivo aumentar a liquidez do mercado, evitando a dispersão do capital por um vasto leque de montantes, prazos e vencimentos, ao mesmo tempo que permite a otimização de preços. Por fim, há um menor risco de crédito pelo facto de existirem mecanismos de apuramento diário de resultados e das margens, assim como pelo facto de a contraparte no negócio ser a bolsa (Mota e Custódio, 2006).

Relativamente aos Contratos de Futuros sobre divisas (ou taxas de câmbio) este consiste num acordo em que as partes contratantes se comprometem a entregar (uma parte) e a receber (a outra parte) certa quantidade de uma dada divisa, numa data futura, a um preço (taxa de câmbio) contratado no presente, sendo que todas as cláusulas desse acordo, com exceção do preço, são predefinidas de modo padronizado pela entidade gestora do mercado em que esse acordo é celebrado (Ferreira, 2010).

Segundo Eitman *et al* (2002), são contratos que no início do século XIX permitiam garantir preços de produtos agrícolas e de algumas matérias-primas para uma data futura, atenuando o impacto das flutuações dos preços nos mercados. No início da década de 70 e devido ao desenvolvimento das cotações cambiais variáveis por abandono das fixas, as oscilações das taxas de câmbio exigiram a introdução de derivados sobre divisas para gestão daquele risco (risco no preço dos produtos e matérias-primas). As divisas mais relevantes atualmente são o dólar americano, o euro, o yen japonês, a libra esterlina, o dólar do Canadá, o dólar da Austrália, o franco suíço e o real do Brasil. O peso dos futuros cambiais no total dos contratos de futuros tem sido pouco significativo, apesar de apresentar uma tendência crescente. O mercado americano é o mais representativo com 90% do total de futuros cambiais. Um contrato de futuros cambial é negociado apenas nos mercados organizados e especifica a cotação a que uma divisa pode ser comprada ou vendida numa data futura. Os contratos são ajustados todos os dias ao valor de mercado e os intervenientes podem em qualquer altura fechar as posições. O mercado pioneiro foi o

de Chicago, Internacional Money Market (IMM) que continua a ser um dos principais mercados, juntamente com o Chicago Board of Trade (CBT), o New York Futures Exchange, o London Internacional Financial Futures Exchange (LIFFE), o Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), o Marché à terme d'Instruments Financiers (MATIF) de França e o Stock Exchange de Tóquio.

De acordo com Ehrhardt e Brigham (2011), um *swap* é exatamente o que o nome sugere – duas partes concordam em trocar (*swap*) algo, geralmente obrigações de fazer determinados pagamentos. A maioria dos *swaps* envolve o pagamento de juros ou de moedas, mas praticamente qualquer coisa pode ser alvo de um *swap*.

Os *swaps* podem reduzir riscos, ao permitir que cada empresa iguale a variabilidade dos seus pagamentos de juros com a variabilidade dos seus *cash-flows*. No entanto, existem situações nas quais os *swaps* podem reduzir tanto o risco como o custo efetivo da dívida (Ehrhardt e Brigham, 2011).

Como refere Pinho *et al.* (2011), as empresas podem estar expostas ao risco em determinados mercados com diferentes divisas ou com operações com taxa de juro fixa ou variável, que não são as mais adequadas à evolução económica e financeira dos países, desejando reduzir ou eliminar essas exposições ao risco. Ao permitirem trocas de exposições, os *swaps* permitem uma melhoria no equilíbrio na gestão de carteiras de investimentos ou financiamentos. Por exemplo, a troca de pagamentos de juros através de *swaps* permite a separação de riscos associados a compromissos inerentes a um financiamento, tais como o risco de taxa de juro e cambial.

Segundo Silva (2013), o *swap* de divisas assume-se como um acordo que duas partes trocam entre si uma divisa pela outra, durante um período de tempo acordado, com o intuito de garantir a cobertura do risco cambial. A taxa de câmbio negociada para a transação Swap final irá tendencialmente refletir o referencial da taxa de juro dos dois mercados monetários. Ou seja, as taxas de câmbio e monetárias (taxa de juro), dos diferentes mercados tenderão a igualar-se nas operações Swap, (teoria da paridade das taxas de juro), fomentando uma situação de equilíbrio entre as taxas dos diferentes mercados. O *swap* de divisas, permite uma gestão dinâmica e pouco onerosa da obtenção de recursos financeiros em divisas, diversificando as fontes de financiamento e diminuindo os custos financeiros.

Os contratos de opções sobre divisas, segundo Black e Scholes (1973), permitem a negociação entre duas partes (comprador e vendedor) com o fim de fixarem uma taxa de câmbio e uma data para efetuar uma transação financeira, por exemplo, compra e venda de divisas. Segundo Eitman *et al* (2002), trata-se de uma espécie de contrato de seguro em que o pagamento do prémio¹² é feito no momento de compra da mesma. Difere, no entanto, de um contrato de seguro em dois aspetos: quem a adquire não está obrigado a exercitá-la, embora fique com o direito para tal; no contrato de seguro uma das partes ganha e a outra perde enquanto que na opção é possível que as duas partes ganhem ou percam. Enquanto que o comprador pode exercer o direito (de comprar ou de vender) já o vendedor da opção não pode optar, tendo que acatar a decisão do primeiro, recebendo daquele, como contrapartida, uma importância igual ao preço do mercado da opção e que se designa por prémio da opção. Se o comprador da opção decide utilizar o direito de compra ou de venda, diz-se que exerceu a opção e utilizar-se-á o preço de exercício.

As opções apresentam várias vantagens que se podem resumir no facto de as mesmas oferecerem uma cobertura completa, se ocorrer uma evolução desfavorável do mercado, e permitirem um ganho potencial na hipótese de evolução favorável do valor do ativo subjacente, perdendo apenas o valor do prémio inicialmente pago. Por fim, oferecem uma flexibilidade total que permite ao seu comprador a tomada de decisões sobre o exercício da opção levando em conta a antecipação à evolução das cotações, a volatilidade e outras variáveis importantes para a decisão (Eitman *et al.*, 2001).

Segundo Dhanani (2004) estes contratos dividem-se em opções americanas (o possuidor da opção pode exercer a opção em qualquer momento, até à data de vencimento do contrato) e em opções europeias (o possuidor da opção só pode exercer a opção no vencimento do contrato). As opções americanas apresentam um maior risco para o vendedor visto que este poderá ter perdas maiores quando o comprador tem a opção de escolha do momento para potenciar os seus ganhos. Neste caso, o prémio a pagar ao vendedor terá que ser naturalmente maior. Uma opção, segundo Matos (1992) diz-se “*at the money*” quando o seu preço é igual ao do ativo subjacente (exercício imediato da opção não dá origem a perdas ou ganhos). Neste caso a perda do comprador será o valor do prémio pago ao vendedor e é indiferente optar pelo cumprimento do contrato ou não, visto

¹² Este é normalmente cotado em percentagem do preço de exercício ou em termos absolutos, em dinheiro.

que o preço de exercício é igual ao preço praticado no mercado nessa data (preço *spot*). Quando o preço de exercício for inferior ao preço *spot* numa *Call Option*¹³ ou o acontecimento inverso relativamente a uma *Put Option*¹⁴, então essa opção diz-se “*in-the-money*”, ou seja, o exercício imediato da opção dá origem a um benefício. Caso a situação seja inversa à anterior, ou seja, quando o preço de exercício do ativo subjacente é superior ao seu preço de mercado (o exercício imediato da opção daria origem a uma perda) então a opção diz-se “*out-of-the money*” e a opção não deverá ser exercida, pois será mais benéfico negociar no mercado à vista. Pode-se dizer então que, a perda de um comprador (posição longa) é limitada ao prémio pago, sendo os ganhos ilimitados e tanto maiores quanto maior for a evolução no sentido “*in-the-money*”. No caso do vendedor (posição short) de um contrato a situação é totalmente inversa, ou seja, os ganhos são limitados ao prémio recebido, sendo que as perdas são ilimitadas e tanto maiores quanto maior for o movimento no sentido “*in-the-money*”. Este tipo de instrumento apresenta, portanto, um baixo risco para o comprador deste tipo de contratos, visto que as perdas são limitadas e conhecidas à partida. Em sentido contrário, o risco é enorme para o vendedor, pois tem os ganhos limitados ao prémio recebido inicialmente, mas poderá ter perdas ilimitadas, sendo esta a razão pela qual este tipo de abordagem (vendedor de contratos de opções) é normalmente, utilizada por especuladores e não por gestores.

Finalmente, as empresas também podem recorrer a seguros através de organismos oficiais, como a COSEC¹⁵ e a COFACE¹⁶ para a cobertura e gestão dos riscos de crédito, caução e investimento em países de risco comercial ou político elevado. Por exemplo, no caso das exportações, a empresa pode negociar um seguro que cobre 90% do crédito concedido, a troco do pagamento inicial do prémio de seguro (AICEP – Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal, 2015).

Seguidamente iremos abordar as técnicas de gestão do risco da taxa de juro.

¹³ *Call options* (opções de compra): conferem ao seu possuidor o direito de comprar o ativo subjacente, a um preço previamente fixado, e durante um dado período de tempo.

¹⁴ *Put option* (opções de venda): confere ao seu possuidor o direito de vender ativo subjacente, a um preço pré-determinado, durante um dado período de tempo.

¹⁵ Companhia De Seguro De Créditos.

¹⁶ Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur.

3.3. Técnicas de Gestão do Risco da Taxa de Juro

No que concerne, às técnicas de gestão do risco da taxa de juro, uma das mais utilizadas é a negociação de taxas de juro a prazo (fixas ou variáveis). Alguns contratos de fixação de taxas a prazo não implicam pôr em prática um financiamento ou uma aplicação financeira, mas tão e somente, a regularização da diferença entre a taxa de juro que resulta do mercado e a negociada (garantida). Nesta perspetiva, tratam-se de instrumentos muito úteis com vista a eliminar o risco.

De acordo com Mota e Custódio (2006) os derivados sobre a taxa de juro representam uma réplica de um conjunto de operações nos mercados tradicionais à vista, ou seja, geram um conjunto de fluxos financeiros idênticos ao conjunto de operações nos mercados à vista que estão a replicar, reunindo-os num único instrumento. Dentro dos produtos derivados, podemos destacar quatro grupos que visam cobrir o risco relativo à taxa de juro: os *forwards* (contratos FRA), os futuros, os *swaps* e as opções.

Um *FRA - Forward Rate Agreement* representa a celebração de um contrato, entre comprador e vendedor, de fixação a prazo de determinada taxa de juro. À semelhança dos *forwards* cambiais, este instrumento pode ser utilizado para a cobertura de risco, neste caso da taxa de juro, no que respeita ao rendimento de uma aplicação financeira ou ao custo de um financiamento numa data futura, fixando no presente a taxa de juro da operação. Outra motivação que pode estar presente no uso de um FRA é o seu uso com intenções especulativas, existindo neste caso a pretensão de obter um ganho com a variação futura de determinada taxa de juro. Isto é possível, dado que a compra de um FRA não implica a realização de qualquer operação de aplicação ou cedência de fundos (Mota e Custódio, 2006).

No seu vencimento, dá-se a liquidação financeira mediante o apuramento do resultado do FRA, no qual a parte que obteve um resultado desfavorável paga à outra o valor devido.

A utilização dos FRA como meio para fixar uma taxa de juro futura, permite aos intervenientes eliminar a incerteza relativa à variação futura da mesma. Tendo em conta este objetivo, a posição dos investidores num FRA depende do tipo de operação que se pretende desenvolver. No caso de se pretender um financiamento, a posição a assumir no FRA deve ser a de comprador, fixando desta forma a taxa de financiamento

futura. No caso de se pretender fazer uma aplicação, deve-se assumir a posição de vendedor, fixando a taxa de juro que vai determinar a rendibilidade da aplicação.

O Swap de Taxa de Juro consiste num acordo mediante o qual a instituição financeira e a empresa acordam trocar pagamentos de juros periódicos (mensal, trimestral, semestral ou anualmente), sendo ambos os fluxos indexados a taxas de juro diferentes, um a uma taxa fixa e o outro a uma taxa variável, durante o período de vigência do contrato (BCP, 2015).

Os dois fluxos de pagamento de juros são na mesma moeda e calculados com base num determinado montante nominal, o qual poderá cobrir total ou parcialmente o montante do financiamento de base (BCP, 2015).

Por exemplo, através do Swap de Taxa de Juro Variável para Fixa, em cada uma das datas de pagamento de juros, proceder-se-á à seguinte troca (BCP, 2015):

- A instituição financeira entrega à empresa um montante de juros calculado com base na taxa variável que for fixada para aquele período de juros, cobrindo os custos financeiros da operação de empréstimo que serviu de referência ao Swap.
- A empresa entrega à instituição financeira um montante de juros calculado com base na taxa fixa acordada no Swap, o que lhe permite ficar imune a subidas indesejáveis nas taxas de juro variáveis.

Para além disso, o Swap, é um produto de cobertura do risco de taxa de juro que é estruturado à medida das necessidades da empresa e cuja principal característica é permitir transformar as responsabilidades, em termos da taxa de juro - Fixa ou Variável - de um qualquer financiamento. Se a empresa tiver um financiamento indexado a taxa fixa, a instituição financeira poderá também estruturar a operação de cobertura com um Swap de Taxa de Juro Fixa para Variável (BCP, 2015).

No que concerne, às Opções estas são constituídas pela contratação de opções de taxa de juro *Cap* ou *Floor* ou pela sua combinação, conhecida como *Collar* (BPC, 2015).

O *Cap* é um instrumento financeiro de cobertura do risco de taxa de juro, destinado a financiamentos indexados a uma taxa de juro variável, que permite ao seu comprador, mediante o pagamento de um prémio, fixar o limite superior de flutuação do indexante que se quer cobrir a taxa de referência, fixando o seu custo de

financiamento máximo. Simultaneamente, a empresa compradora do *Cap* poderá beneficiar das descidas que vierem a ocorrer na taxa de referência, abaixo da taxa garantida pelo *Cap*, ao longo da vida da operação (BPC, 2015).

O *Floor* é um instrumento financeiro de cobertura do risco de taxa de juro, destinado a aplicações indexadas a uma taxa de juro variável, que permite ao seu comprador, mediante o pagamento de um prémio, fixar o limite inferior de flutuação do indexante que se quer cobrir a taxa de referência, fixando a sua remuneração mínima. Simultaneamente, a empresa compradora do *Floor* poderá beneficiar das subidas que vierem a ocorrer na taxa de referência, acima da taxa garantida pelo *Floor*, ao longo da vida da operação (BCP, 2015).

O *Collar* é um instrumento financeiro de gestão de risco de taxa de juro que resulta da combinação de duas opções - *Cap* e *Floor* - ambas com as mesmas características, em termos de montante, taxa de referência e prazo, sendo que uma das opções é comprada e outra é vendida ao banco.

Assim, o *Collar* é um produto que se destina à gestão do risco de taxa de juro de qualquer operação indexada a uma taxa variável, financiamento ou aplicação, com *roll-over* periódicos, por prazos iguais e sucessivos. A posição da empresa na compra ou venda do *Cap* e do *Floor* vai depender da operação subjacente cujo risco se pretende cobrir (BCP, 2015).

Se a operação subjacente for um financiamento indexado a uma taxa de juro variável, a empresa compra um *Collar*, ou seja, compra um *Cap* e vende um *Floor* ao banco, ficando protegida contra a subida das taxas de juro, acima da taxa do *Cap*, mas beneficia da descida das taxas até ao nível do *Floor*.

Se a operação subjacente for uma aplicação indexada a uma taxa de juro variável, a empresa vende um *Collar*, ou seja, compra um *Floor* e vende um *Cap*, ficando protegida contra a descida das taxas de juro, abaixo da taxa do *Floor*, mas beneficia da subida das taxas somente até ao nível do *Cap*.

Finalmente, os contratos futuros na cobertura da taxa de juro tendem a refletir as expectativas do mercado sobre a evolução das taxas de juro, permitindo assim a fixação a prazo de uma taxa de juro, com início numa determinada data futura, de uma aplicação ou financiamento minimizando o risco associado a eventuais subidas ou descidas das mesmas.

Parte II: Estudo Empírico

4. Objetivos de Investigação

O objetivo geral deste trabalho de investigação é identificar como uma empresa do setor do abastecimento naval com atividade em Portugal e Angola, está exposta aos riscos da internacionalização e como atua para mitigar tais riscos.

Para concretizar tal objetivo, o estudo empírico irá basear-se nas seguintes etapas:

- Caracterização da empresa e da sua evolução económica e financeira recente;
- Caracterização da sua atividade internacional e dos riscos a que está sujeita;
- Identificação das técnicas de cobertura do risco utilizadas;
- Proposta de modelo para a gestão do risco no comércio internacional.

5. Metodologias de Investigação

Pelo facto, do objetivo geral deste trabalho de investigação passar por compreender como uma empresa do ramo do abastecimento naval está exposta aos riscos de internacionalização e como atua para mitigar tais riscos, o método de investigação a utilizar será o estudo de caso (Ryan *et al*, 2002).

O estudo de caso trata-se de uma abordagem metodológica de investigação especialmente adequada quando procuramos compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores. Yin (1994) afirma que esta abordagem se adapta à investigação em educação, quando o investigador é confrontado com situações complexas, de tal forma que dificulta a identificação das variáveis consideradas importantes; quando o investigador procura respostas para o “como?” e o “porquê?”; quando o investigador procura encontrar interações entre fatores relevantes próprios dessa entidade; quando o objetivo é descrever ou analisar o fenómeno, a que se acede diretamente, de uma forma profunda e global; e quando o investigador pretende apreender a dinâmica do fenómeno, do programa ou do processo.

Neste estudo, a amostra é constituída por uma empresa portuguesa, que foi selecionada pelo facto da sua principal atividade ser o abastecimento naval, na qual a exportação é essencial para o desenvolvimento do negócio, estar sujeita a diversos riscos internacionais, bem como pela facilidade no acesso à informação para a realização e desenvolvimento do trabalho de investigação, em virtude da mestranda ter sido colaboradora da empresa durante vários anos. No decorrer do trabalho, por uma questão de confidencialidade, a empresa será denominada por Naval, Lda.

No que diz respeito aos dados a analisar, estes são referentes às transações e movimentos retirados das demonstrações financeiras da empresa que constitui a amostra, bem como de outros documentos internos exportados do programa informático utilizado pela mesma no período compreendido entre 2010 e 2014, inclusivé. O período escolhido para a realização do estudo de caso deve-se ao facto de ao longo destes anos terem ocorrido diversas alterações económicas e cambiais nos países de atuação da empresa, nomeadamente, em Portugal e Angola, o que será interessante estudar de forma a perceber como a empresa poderá estar sujeita aos riscos no comércio internacional e o modo como os poderá mitigar.

No processo de recolha de dados, o estudo de caso recorre a várias técnicas próprias da investigação. Assim, este estudo baseia-se em duas das fontes de informação mais importantes, nomeadamente, entrevistas e documentos internos.

Entrevistas ao diretor financeiro e diretor geral por forma a conhecer o histórico da empresa, como atua no mercado e em que países.

Relativamente aos documentos internos, foram consultadas as demonstrações financeiras, e os relatórios e contas dos anos estudados.

A utilização destas fontes de informação constitui uma forma de obtenção de dados de diferentes tipos, os quais proporcionam a possibilidade de cruzamento de informação.

Embora os métodos de recolha de dados mais comuns num estudo de caso sejam a observação e as entrevistas, nenhum método pode ser descartado. O estudo de caso emprega vários métodos - entrevistas, observação participante e estudos de campo (Hamel, 1993). Os métodos de recolha de informações são escolhidos de acordo com a tarefa a ser cumprida (Bell, 1989).

Assim sendo, são utilizadas múltiplas fontes de evidência ou dados por permitir por um lado, assegurar as diferentes perspetivas dos participantes no estudo e por outro, obter várias “medidas” do mesmo fenómeno, criando condições para uma triangulação dos dados, durante a fase de análise dos mesmos. Segundo Yin (1994), a utilização de múltiplas fontes de dados na construção de um estudo de caso, permite-nos considerar um conjunto mais diversificado de tópicos de análise e em simultâneo permite corroborar o mesmo fenómeno.

Quanto à estrutura do trabalho empírico, para além do historial da empresa e análise da sua evolução financeira recente, também se baseou nos riscos e nas técnicas de gestão estudadas no enquadramento teórico.

6. Empresa estudada

6.1. Caracterização da empresa e da sua evolução financeira recente

A Naval, Lda. é um *Ship-Chandler*, ou seja, é especialista no abastecimento naval, quer de suprimentos ou de equipamentos, conhecidos como as provisões a bordo. A empresa iniciou a sua atividade no ano de 2000 e pertence a um grupo mundial de serviços marítimos, abastecendo a indústria marinha mercante, militar e plataformas *offshore*. A Naval acredita na oferta de serviços inovadores de qualidade que oferecem valor aos seus clientes e a satisfação dos mesmos. Através do grupo em que está inserida, nos dias de hoje é uma referência no mercado do setor do abastecimento naval, quer a nível nacional quer a nível internacional e assim o seu nome atua em mais de 600 portos por todo o mundo, garantindo uma maior credibilidade e notoriedade nos mercados onde atua presencialmente.

Entre o ano de 2000 e 2007 a empresa portuguesa apenas atuava a nível nacional, servindo todos os portos em Portugal, mas com maior incidência nos de Setúbal, Leixões, Sines e Lisboa, onde atracam desde cruzeiros, navios mercantes ou mesmo navios de guerra e, para os quais fornecem um pouco de tudo, desde a alimentação aos equipamentos técnicos e peças sobresselentes.

Durante o período referido anteriormente, apesar da empresa atuar apenas no mercado português, mais de 50% das suas vendas eram provenientes de clientes de outras nacionalidades. Contudo, face à estagnação do mercado português e à dificuldade em satisfazer os seus objetivos de rentabilidade da atividade durante o ano de 2007 inicia a internacionalização para o mercado angolano.

Desde então, a empresa tem investido, sucessivamente, na renovação da sua frota, nas melhorias ao nível do *software* utilizado, na formação dos seus profissionais e, sobretudo, na procura de novos clientes e mercados.

Em relação aos resultados da empresa, entre Portugal e Angola, a faturação ascende aos 10 milhões de euros, sendo que cerca de 40% corresponde ao mercado angolano. Desde 2007 que o volume de negócios da empresa tem vindo a crescer significativamente, tendo a atividade em Angola contribuído muito para essa evolução favorável.

O ano de 2011 foi bastante positivo, tendo existido um acréscimo do volume de negócios de 17,3% em relação ao ano anterior, o que levou a empresa a atingir um dos melhores resultados de sempre.

Em relação a 2012, houve um decréscimo global do volume de negócios na ordem dos 25% em relação ao ano anterior. Este decréscimo deveu-se essencialmente à condição económica global que levou a uma redução de custos dos clientes no setor mercante. Apesar de tudo, o resultado da empresa continuou a ser positivo.

Em 2013, o volume de negócios ascendeu a 10 850 302 Euros, registando um acréscimo de 30,8% face ao ano anterior. O resultado líquido, registou valores de 368 038 euros, o que representa um crescimento de 324,5% face ao ano anterior.

Tais valores resultaram, sobretudo, do acréscimo registado nas vendas no mercado angolano.

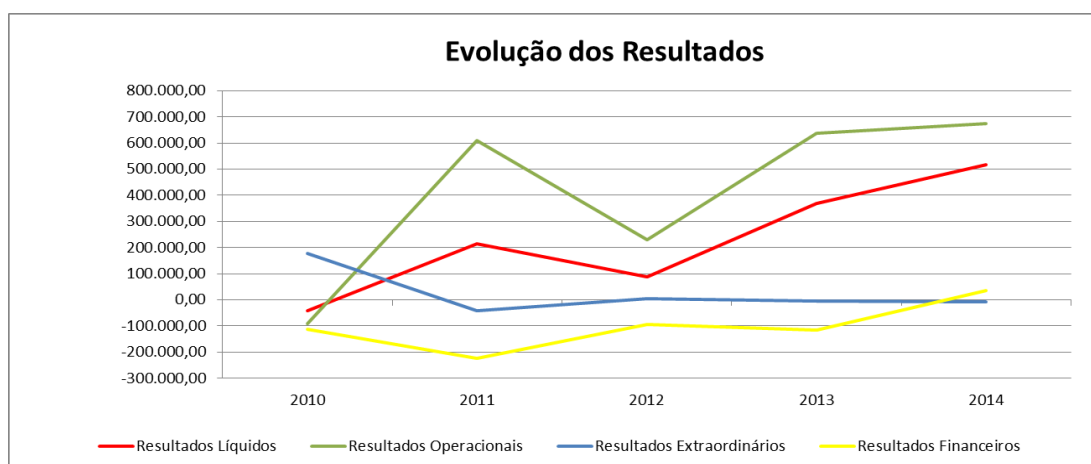
Finalmente, no ano de 2014, o volume de negócios registou um decréscimo de 13,8% em relação ao ano de 2013. Já o resultado líquido ascendeu a 516.074 euros, o que representa um crescimento de 40,2% face ao ano anterior, consequência, sobretudo, da melhoria das margens comerciais.

Quadro 2 - Análise económica da Naval, Lda

Indicadores	2010	2011	2012	2013	2014
Volume Negócios	9.224.383,62	11.154.981,02	8.297.558,89	10.850.301,98	9.347.629,56
Resultados Operacionais	-91.387,32	609.802,01	231.501,92	637.447,76	673.917,84
Resultados Líquidos	-42.725,52	215.125,75	86.698,69	368.038,19	516.073,91
Resultados Extraordinários	178.047,77	-40.237,93	4.688,36	-3.352,22	-8.147,18
Resultados Financeiros	-111.767,56	-223.110,53	-93.575,44	-114.443,76	35.083,04
Valor Acrescentado Bruto	540.133,36	1.211.021,31	832.568,38	1.353.513,19	1.348.980,09
RCP	-18,1%	49,8%	5,4%	18,7%	21,1%

Fonte: Demonstrações financeiras da Naval, Lda.

Figura 2 - Evolução dos resultados da Naval, Lda (euros)



Fonte: Demonstrações financeiras da Naval, Lda.

Ao nível patrimonial, a internacionalização incrementou o volume de investimentos na atividade, tendo existido, inclusivamente em 2012, a necessidade de aumentar o capital social de forma, a melhorar a sustentabilidade financeira da empresa.

Quadro 3 - Evolução capital social da Naval, Lda.

Indicadores	2010	2011	2012	2013	2014
Capital Social	50.000,00	50.000,00	1.150.000,00	1.425.000,00	1.425.000,00

Fonte: Demonstrações financeiras da Naval, Lda.

Fruto, dos resultados obtidos e do financiamento do capital social, a empresa tem vindo a evoluir positivamente a nível financeiro, e expressa em 2014 um bom grau de autonomia financeira e de solvabilidade. Os valores de liquidez demonstram, também, a capacidade da empresa em satisfazer as suas obrigações a curto prazo com os seus ativos correntes, não apresentando dificuldades de tesouraria.

Quadro 4 - Análise Financeira da Naval, Lda.

<i>Indicadores</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Ativo	4.410.480	3.400.973	3.404.490	4.551.463	4.676.111
Capitais Próprios	236.139	432.239	1.618.906	1.964.001	2.441.552
Passivo	4.236.123	2.968.734	1.785.585	2.622.645	2.249.348
Liquidez Geral	96,6%	104,0%	155,6%	145,7%	173,1%
Autonomia Financeira	4,0%	12,7%	47,6%	42,4%	51,9%
Solvabilidade	0,04	0,15	0,91	0,74	1,08

Fonte: Demonstrações financeiras da Naval, Lda.

6.2. Nível de internacionalização da atividade

Tal como anteriormente referido, foi em 2007 que a empresa decidiu internacionalizar-se para o mercado angolano.

Em Angola, face às dificuldades do segmento dos navios mercantes (portos a necessitar de investimentos, tempos de espera elevados nas entradas e saídas de mercadorias e corrupção nas alfândegas), a empresa tem trabalhado, sobretudo, o segmento *offshore*, ou seja, trabalha essencialmente com empresas ligadas à área do petróleo abastecendo as suas plataformas petrolíferas através de uma parceria com um fornecedor angolano. Enquanto que, em Portugal são responsáveis por toda a componente comercial e financeira, em Angola as responsabilidades recaem apenas sobre toda a vertente operacional e logística através do parceiro referido anteriormente. Assim, atualmente o mercado angolano representa 40% do volume de negócios.

Para além disso, numa estratégia de crescimento sustentado, a empresa pretende a curto prazo iniciar a sua internacionalização para mercados atrativos como o Brasil e Moçambique.

Neste sentido, tem estado presente em várias feiras internacionais, nomeadamente, a *Brasil Offshore* Feira e a Conferência Internacional da Indústria de Petróleo e Gás, em Macaé. Além disso, está a criar novos negócios complementares em Angola, como é o caso do catering.

6.3. **Exposição ao risco no comércio internacional**

A empresa, para além de realizar exportações para Angola, atua diretamente no país por intermédio de um parceiro local. Nesse sentido, face aos investimentos que já possui nesse mercado, torna-se importante analisar o risco do país. Tal, é também fundamental, porque como anteriormente referido, os riscos de crédito e cambial são muito condicionados pela evolução económica, política e social dos países.

6.3.1. **Caracterização do risco do país**

Angola saiu em 2002, de uma guerra civil que assolou o país durante 27 anos, e, tem-se assumido como uma potência regional no contexto da África Subsariana, convergindo para uma economia de mercado com um rendimento anual per capita da ordem de 6.000 USD (AICEP, Março 2013). É o segundo maior produtor de petróleo da região e o quarto maior produtor mundial de diamantes. No entanto, apesar do enorme potencial, face à abundância e variedade dos recursos naturais do país, a economia mantém-se pouco desenvolvida e diversificada dependendo do petróleo, que representa 88,4 por cento das exportações de bens e serviços e 54,4 por cento do PIB (AICEP, Março 2013).

Contudo, o impacto da crise financeira global e uma quebra na produção petrolífera provocaram um abrandamento significativo do desenvolvimento económico angolano e, entre 2009 e 2013, a taxa média anual de crescimento do PIB baixou para 4%. Para além disso, a queda significativa dos preços do petróleo durante parte de 2014, acentuou ainda mais a descida do crescimento, que registou 3,5% nesse ano (AICEP, Junho 2015).

Consequentemente, face à falta de diversificação da economia do país e um orçamento dependente das receitas provenientes dos impostos, o Orçamento de Estado

para 2015 teve de ser retificado, onde se pressupôs que o preço do barril de petróleo se situe em 40 dólares/barril (a versão inicial indicava 81 dólares/barril), e aponta um conjunto de áreas onde a despesa será contida, nomeadamente os subsídios aos combustíveis, os quais já foram reduzidos duas vezes em 2015, bem como o congelamento das admissões de novos funcionários para a administração pública. Assim, está-se a gerar uma instabilidade económica/financeira no país por falta de liquidez que faz com que as empresas portuguesas não tenham facilmente divisas, pois houve uma desvalorização do Kwanza e neste momento transacionam-se poucos dólares no país.

Em termos de risco organizacional a empresa também se encontra sujeita a situações penalizadoras. Este risco está relacionado com as possíveis perdas como resultado de sistemas ou de controle inadequados bem como falhas de gestão e erros humanos que levam a atrasos de negociações de contratos, negociações com fornecedores e/ou clientes, atrasos nos recebimentos ou até mesmo entregas de mercadorias por escassez dos produtos a fornecer. Também o nível de corrupção ainda se mantém bastante elevado, o que não facilita a entrada das empresas no país, bem como, o acesso aos recursos e aos mercados potenciais.

Para além disso, a volatilidade do Kwanza face ao Dólar Norte Americano (USD) tem sido historicamente elevada, o que levou à prossecução do objetivo de estabilização da taxa de câmbio nos últimos 10 anos. Até 2012 esta estabilidade foi possível, dadas as elevadas receitas petrolíferas que permitiram o aumento das reservas de divisas e uma maior intervenção no mercado cambial primário por parte da autoridade monetária, mas nos últimos dois anos esta estabilidade que era prevista não aconteceu. Muito pelo contrário, com a queda do preço do barril do petróleo as receitas petrolíferas que se previam ser elevadas caíram para metade durante o ano de 2014 e não se prevê estabilidade no país a curto prazo.

Figura 3 - Evolução média anual USD/AOA



Fonte: xe.com

Embora, a Naval tenha a sua estrutura, sobretudo, em Portugal, e os seus clientes sejam de outras nacionalidades, o que diminui o risco de crédito, face à dificuldade atual de saída de divisas do país, a atividade em Portugal acaba por ser condicionada pelo atraso de envio das divisas para o nosso país, não só pela falta de divisas, bem como pela existência de uma taxa de 15% sobre as transferências de dinheiro de Angola para fora do país.

Face à maior instabilidade económica, e às dificuldades subsequentes, poderão existir também algumas dificuldades a nível político, o que contribuirá para aumentar no curto prazo o risco da realização de operações no mercado angolano.

6.3.2. Caracterização das atividades em moeda estrangeira

Em relação às operações comerciais a empresa tem um volume de compras de mercadorias e de serviços externos, em GBP, inferior a 1% do volume total e em USD, aproximadamente 30%, e dizem respeito aos fornecimentos realizados no mercado angolano, cujo fornecedor local fatura à Naval na moeda norte americana. Os restantes 70% das compras são em euros.

As vendas da empresa podem ser expressas em euros ou dólares dependendo dos clientes ou mercados para onde estão a vender. As vendas em dólares representam cerca de 40% do volume de negócios da empresa, sendo os restantes 60% em euros, enquanto que os recebimentos representam, aproximadamente, 51% das vendas da empresa, uma vez que o prazo é de cerca de 180 dias.

Em relação aos salários da empresa são pagos em euros, e no que diz respeito às operações financeiras, quer empréstimo ou aplicações, são todas efetuadas em euros.

6.3.3. Exposição aos riscos de crédito, cambial e da taxa de juro

Considerando que a situação económica e financeira de Angola se tem vindo a degradar, têm aumentado as dificuldades para retirar divisas do país o que tem provocado alguma pressão na tesouraria no negócio em Portugal. Assim, a exposição ao risco de crédito é elevada.

Quanto ao risco cambial, a empresa está exposta por via das operações de importações e exportações que realiza em moeda estrangeira (sobretudo em USD). Pode-se referir tendo em conta as diferenças cambiais apresentadas no ponto seguinte, que as alterações nas taxas de câmbio têm impacto nos resultados contabilísticos e na situação de tesouraria da empresa.

Relativamente ao risco da taxa de juro, apenas está sujeita nas aplicações e financiamentos, que realiza em Portugal no mercado financeiro doméstico.

Finalmente, há ainda a referir no risco cambial a exposição económica, também designada por exposição operacional que está relacionada com as alterações das taxas de câmbio no valor atual líquido dos *cashflows* operacionais futuros, quer sejam de médio ou de longo prazo, diminuindo assim a capacidade competitiva da empresa. A Naval, Lda. encontra-se bastante sujeita a este tipo de risco no mercado português, na medida em que os clientes de outros países, com outras moedas, podem optar por adquirir os seus produtos em fornecedores com moeda mais favorável para eles em relação ao euro. Sendo assim, a oscilação das taxas de câmbio também pode levar à diminuição das margens de lucro da empresa através da redução dos preços praticados ou encarecimento dos fatores de produção, no caso do mercado Angolano.

6.3.4. Diferenças cambiais registadas

De seguida, são apresentadas as diferenças cambiais constantes nos registos contabilísticos da empresa nos últimos cinco anos. A origem das diferenças cambiais é proveniente das compras e das vendas, com prazos de pagamentos e recebimentos que se estendem ao longo do tempo, principalmente, dos clientes e fornecedores que operam no mercado angolano.

Quadro 5 - Diferenças cambiais (euros)

<i>Diferenças Cambiais</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Favoráveis	144.303	146.399	88.557	21.698	114.383
Desfavoráveis	66.286	178.128	75.886	58.566	19.822
Resultado	78.017	-31.730	12.670	-36.869	94.561

Fonte: Relatório e contas da Naval, Lda.

Quadro 6 - Peso das diferenças cambiais nos resultados (euros)

<i>Indicadores</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Diferenças Cambiais Favoráveis	144.303	146.399	88.557	21.698	114.383
% Resultados Operacionais	257,90%	24,01%	38,25%	3,40%	16,97%
% Resultados Líquidos	437,74%	68,05%	102,14%	5,90%	22,16%
Diferenças Cambiais Desfavoráveis	66.286	178.128	75.886	58.566	19.822
% Resultados Operacionais	72,53%	29,21%	32,78%	9,19%	2,94%
% Resultados Líquidos	155,14%	82,80%	87,53%	15,91%	3,84%

Fonte: Relatório e contas da Naval, Lda.

Observando-se a evolução das diferenças cambiais, verifica-se uma redução do seu valor, em especial nas diferenças desfavoráveis, o que se ficou a dever à valorização do USD face ao EUR nos últimos anos.

Tendo em consideração o ano de 2014, constata-se que as diferenças cambiais favoráveis representam quase 20% dos resultados operacionais. Deste modo, trata-se de um valor relevante que, caso o USD tenha uma evolução desfavorável para a

empresa, poderá ter impacto negativo na rentabilidade do negócio. Por isso, a utilização de técnicas de cobertura do risco cambial, poderá ser importante para garantir a sustentabilidade da atividade.

6.4. Técnicas de cobertura do risco utilizadas

Atualmente a empresa não utiliza quaisquer técnicas de cobertura do risco.

6.5. Modelo proposto de gestão do risco no comércio internacional

Seguidamente será apresentado o modelo proposto para a gestão dos riscos de crédito e cambial a que a Naval, Lda se encontra sujeita no comércio internacional.

No caso do risco de crédito é importante que a empresa encontre um parceiro financeiro que ajude a cobrir os atrasos nos recebimentos dos clientes, a fim de tornar a tesouraria do negócio mais sustentável.

Deste modo, propõe-se que a empresa utilize instrumentos financeiros como o crédito documentário, o *forfaiting* e os seguros de crédito junto de entidades como a COSEC e a COFACE.

Figura 4 - Modelo proposto para a gestão do risco de crédito

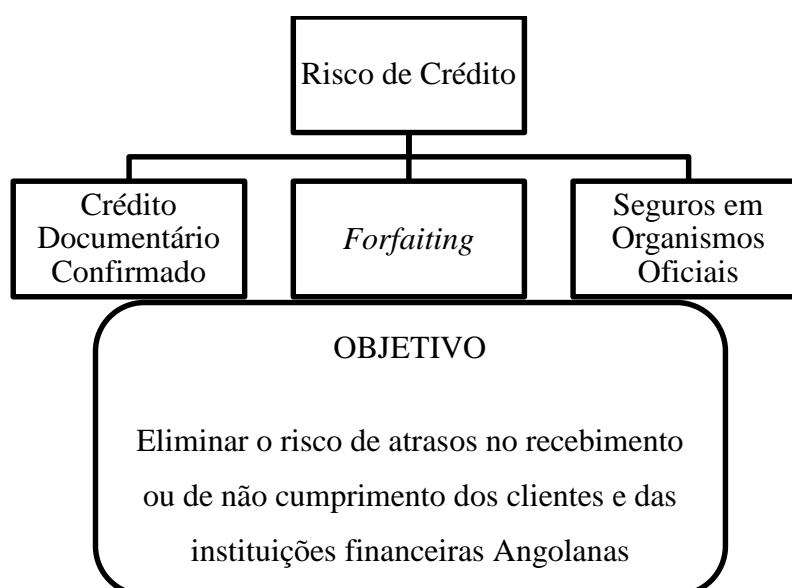
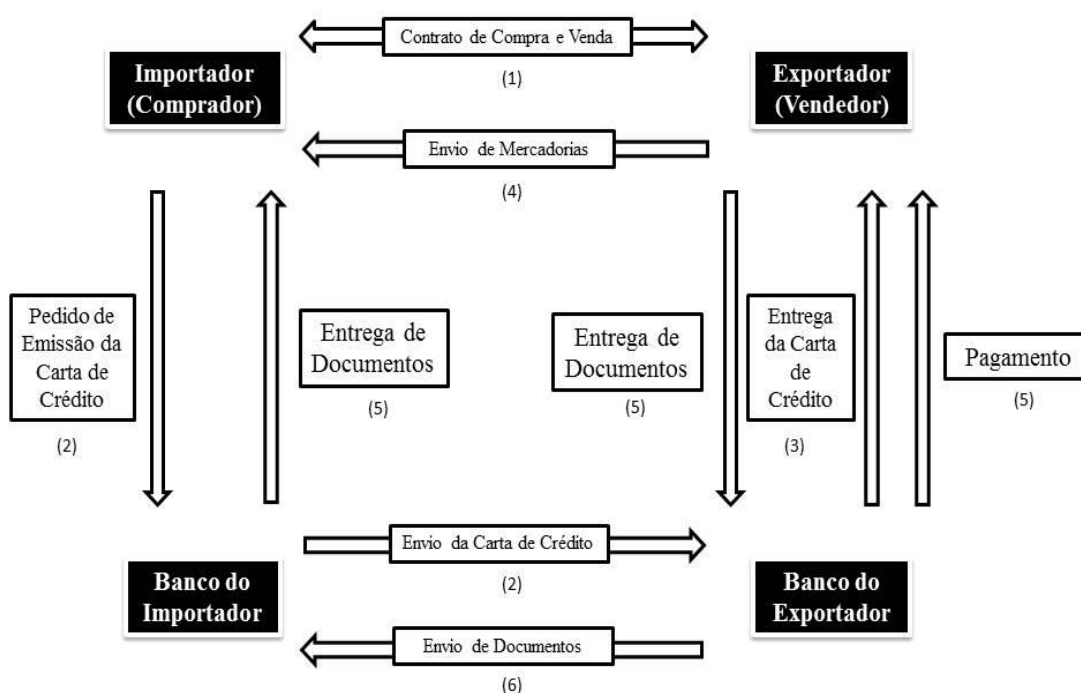


Figura 5 - Esquema do Crédito Documentário



Fonte: Banco Montepio

O crédito documentário confirmado é a forma mais segura que existe para a empresa vender mercadorias, pois garante sempre o recebimento dos valores da operação, embora, também acarrete mais custos para a empresa.

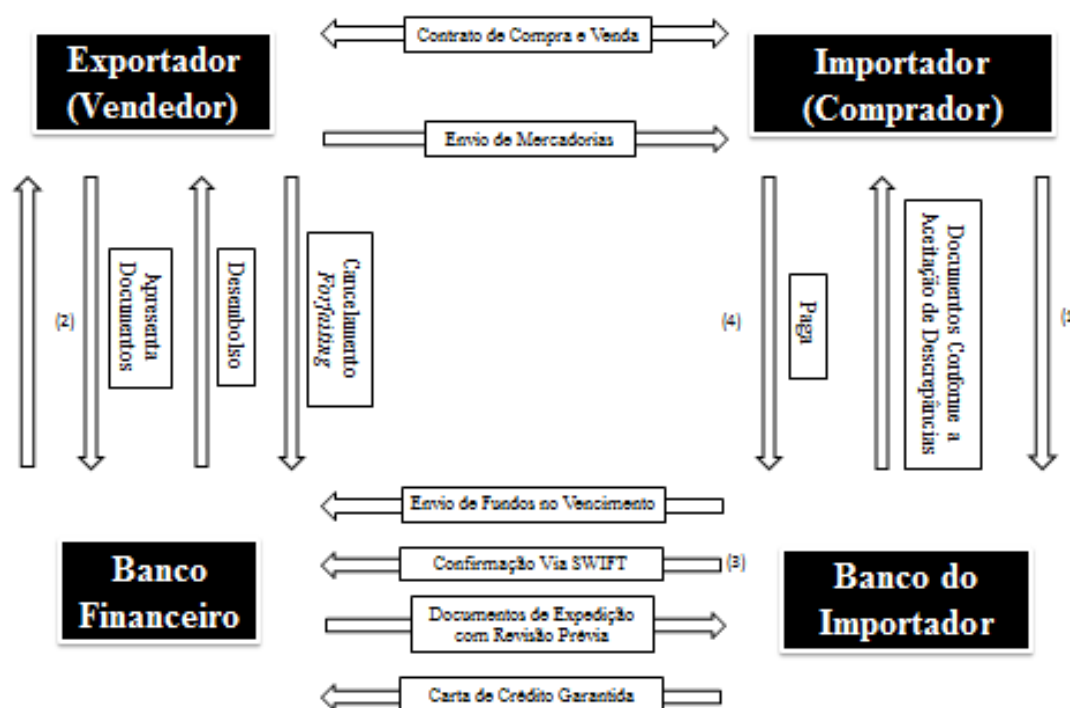
Contudo, atuar em mercados de risco como Angola onde o recurso ao crédito documentário pode ser bastante benéfico para a empresa, recebendo sempre atempadamente, porque o banco em Portugal assegura o pagamento dos valores, independentemente de as entidades angolanas terem pago quaisquer divisas.

Desta forma, a empresa evita o risco de crédito e do país, não ficando exposta à possibilidade de falência ou de falta de capacidade financeira dos clientes e do banco angolano.

Já o *forfaiting*, como referido anteriormente, é uma forma da empresa se financiar nos mercados internacionais. Neste caso a empresa poderá dispor de fundos no momento em que pretende negociar a compra de mercadorias conseguindo pagar a pronto e obter um desconto de pronto pagamento do seu fornecedor, isto porque, pode negociar com o fornecedor o pagamento imediato e, conseguir um desconto mais elevado, por forma a colmatar ou atenuar os custos da operação *forfaiting*.

Na vertente da exportação através da utilização do *forfaiting*, a empresa consegue mitigar o risco associado à situação política e económica do país do importador em virtude de vender sem recurso ao seu banco, os títulos de crédito aceites pelo cliente, normalmente avaliados por um banco que, assume o compromisso de pagar em situações de faltas de pagamento por parte do cliente.

Figura 6 - Esquema do *Forfaiting*

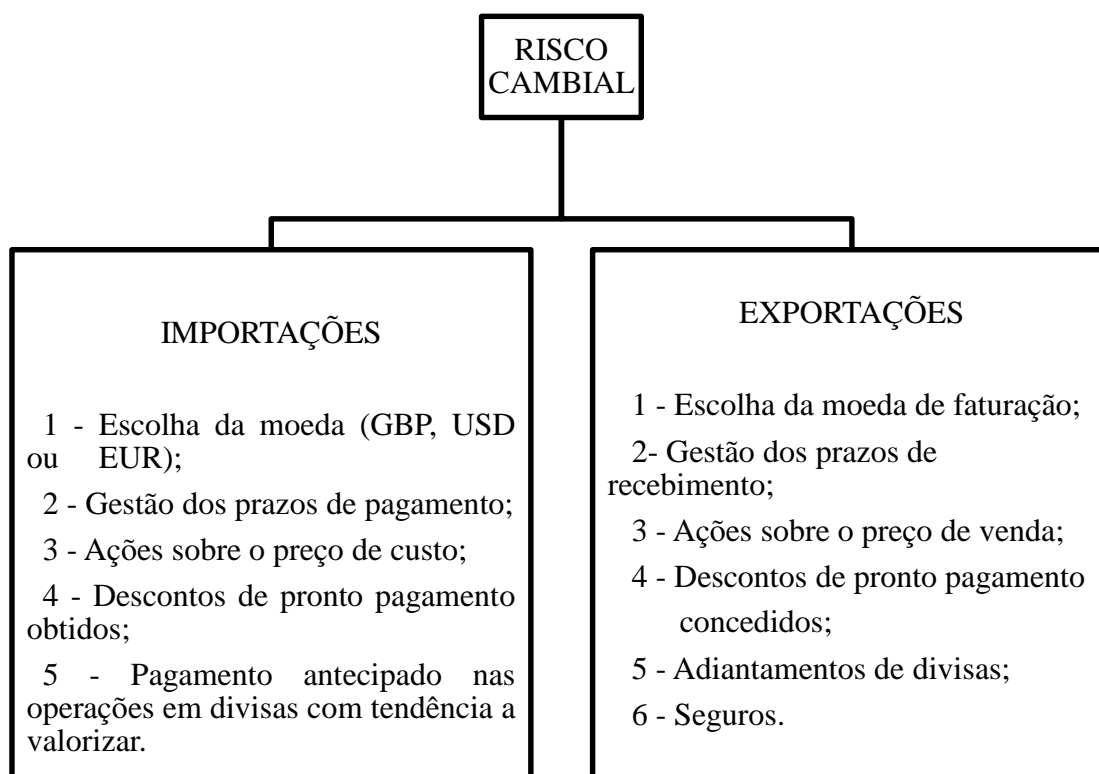


Fonte: Banco Montepio

Por último, também é proposto no modelo para a gestão do risco de crédito que a empresa recorra a seguros de crédito à exportação através de organismos oficiais. Existem em Portugal, como referido anteriormente, instituições para o efeito, como por exemplo, a COFACE e a COSEC. A percentagem de cobertura pode ir até 90% do crédito garantido no mercado externo, em função do país. A taxa de prémio varia de acordo com a aplicação de diversos critérios e é definida após estudo da carteira de clientes do potencial segurado. Para os riscos de natureza comercial, em regra, a taxa do prémio situa-se em valores abaixo do 1% sobre os montantes seguráveis (AICEP, 2015). A maior desvantagem diz respeito aos custos elevados, mas que serão compensados, pelo recebimento atempado, melhorando a liquidez da empresa e aumentando a credibilidade junto das entidades financeiras.

No que concerne, ao risco cambial este consiste na realização de transações em moeda estrangeira, nas importações e/ou exportações, e o modelo apresentado assenta essencialmente em técnicas internas, pois são estas que trazem um menor custo para a empresa. As técnicas externas, além de trazerem custos mais elevados para a empresa, pois esta tem de recorrer a entidades externas, também são, neste caso, mais arriscadas, porque a empresa pode vir a não receber dos seus clientes que atuam no mercado angolano, nas datas previstas, ficando com fortes possibilidades de não cumprir a sua parte nos contratos derivados.

Figura 7 - Modelo proposto para a gestão do risco cambial



No caso das importações o modelo proposto passa pela escolha da moeda, gestão de prazos de pagamentos, realização de ações sobre o preço de custo ou, até mesmo, tentar a obtenção de descontos de pronto pagamento através de pagamentos antecipados.

Na escolha da moeda é importante, a empresa ter vários fornecedores possíveis e poder optar por várias moedas consoantes estas desvalorizem e permitam comprar mercadorias a valores mais baixos, tornando assim os seus preços mais competitivos.

A gestão dos prazos de pagamentos pode ser realizada através de um orçamento de tesouraria para pagamentos e recebimentos e por tipo de moeda. Assim, a empresa pode conciliar as datas dos pagamentos com os recebimentos por forma a compensar a valorização da moeda de compra com os valores recebidos nessa moeda.

Nas ações sobre os preços de custo, a empresa pode partilhar o risco com os seus parceiros de negócio (fornecedores) consoante a subida ou descida da moeda de

pagamento. Assim, pode negociar o preço de custo, consoante a evolução do câmbio, garantindo que o valor final de pagamento seja o mesmo. Por exemplo, pode ficar estipulado no contrato que se o câmbio da divisa valorizar, o preço de custo do produto é ajustado na mesma proporção.

No caso dos pagamentos antecipados e consequentemente a obtenção de descontos de pronto pagamento à que ter em atenção se há dinheiro disponível ou se terá de recorrer a financiamentos. Convém que, os descontos de pronto pagamento em paralelo com a valorização da moeda, compensem a taxa de um eventual empréstimo, porque caso contrário, a operação financeira poderá gerar um custo mais elevado.

Já nas exportações o modelo proposto assenta sobre a escolha da moeda de faturação, a gestão dos prazos de recebimento, ações sobre o preço de venda, descontos de pronto pagamento concedidos, adiantamento de divisas ou recorrer a seguros.

Em relação à escolha da moeda de faturação, a empresa pode tentar junto dos seus clientes faturar em euros e assim não ficar sujeita ao risco cambial. Caso seja necessário vender em USD, deverá realizar compras nessa moeda, a fim de compensar os valores.

Na gestão dos prazos de recebimento, tal como já foi referido nas importações, a empresa deverá ter um orçamento de tesouraria e tentar conciliar as datas de recebimentos com as de pagamentos na mesma divisa, de forma a atenuar eventuais diferenças de câmbio desfavoráveis. A empresa também deve conseguir negociar os prazos de recebimentos para prazos inferiores aos dos pagamentos, de forma a não ter falta de liquidez.

No caso das ações sobre os preços de venda a empresa deverá ter atenção que os mesmos devem ser definidos de acordo com as taxas de câmbio. Para além disso, no caso de valorização da moeda, a empresa pode correr o risco de praticar preços mais elevados tornando-se menos competitiva e os clientes recorrerem a outros fornecedores. Neste caso, a empresa deve apresentar vantagens competitivas fortes em áreas como a inovação e a qualidade, de forma a evitar que o fator principal de escolha por parte do cliente seja o preço. Em caso contrário, deverá ter margem para baixar os preços de venda em função da valorização da moeda de faturação. Se a moeda desvalorizar a empresa pode tornar-se mais competitiva nos preços, mas depois pode não conseguir fazer face aos custos operacionais, se estes estiverem associados a

operações em moeda estrangeira. Nestas situações, a empresa deverá ter uma panóplia diversificada de fornecedores para atenuar a perda do poder de compra decorrente da desvalorização da moeda, selecionando aqueles que efetuem operações com moedas menos fortes.

A empresa poderá, também, conceder descontos de pagamento para receber antecipadamente se a taxa de câmbio estiver mais favorável relativamente às expectativas futuras ou se tiver necessidade de liquidez, não necessitando de recorrer a financiamentos junto de entidades externas com custos potencialmente mais caros.

No que diz respeito ao adiantamento de divisas, a empresa pode receber antecipadamente valores em moeda estrangeira e fazer o câmbio para euros eliminando assim o risco cambial futuro. Contudo, tem que garantir que os valores a receber serão suficientes para cobrir o custo do empréstimo inicial.

Finalmente, a empresa ainda pode recorrer a seguros de risco cambial à exportação, por forma a mitigar o risco cambial associado às atividades de exportação, mas como terá de recorrer a instituições financeiras, como a COSEC e a COFACE, os custos associados serão mais elevados.

7. Conclusão

Nos dias que correm cada vez mais a internacionalização das empresas é um fator que contribui para o sucesso das mesmas, uma vez que cria imensas oportunidades de crescimento em mercados atrativos.

Obviamente, que todo este processo tem riscos associados, entre eles, o risco do país, risco de crédito, risco de propriedade, risco cambial, risco das taxas de juro e risco do preço das mercadorias. Portanto, quando uma empresa pretende internacionalizar-se é bastante importante que estude os riscos a que se encontra sujeita e qual a melhor forma para os mitigar.

Por isso, ao longo deste trabalho foram abordadas as técnicas de pagamento e as fontes de financiamento no comércio internacional, como forma de as empresas diminuírem os riscos de crédito e do país das operações que realizam.

Verificou-se, igualmente, que um dos riscos mais importantes é o risco cambial, que por sua vez se divide nos riscos de conversão, transação e económico.

Neste sentido, foram referidas as técnicas de cobertura de gestão do risco cambial existentes e como a empresa poderá utilizá-las. É proposto que sempre que possível a empresa recorra a técnicas internas, pois estas são utilizadas sem que seja necessário recorrer a instituições financeiras, acarretando gastos menos elevados.

Face à relação entre as taxas de juro e de câmbio, também se estudaram as suas técnicas de cobertura.

Ao nível do estudo empírico verificou-se através dos indicadores económicos e financeiros do período analisado que o processo de internacionalização foi positivo e fundamental para a evolução e competitividade da mesma.

Verificou-se também, a exposição da empresa face aos riscos de atuar nos mercados internacionais e foi proposto um modelo para a gestão do risco de crédito e cambial, por forma a mitigar esses riscos, melhorar e agilizar as operações futuras. Destaca-se que até à data a empresa não utilizava nenhuma técnica de gestão dos riscos abordados no trabalho.

Ao nível das limitações de investigação salienta-se que a realização do estudo de caso limita a generalização das conclusões do trabalho.

Relativamente a linhas futuras de investigação, o estudo poderia ser alargado a mais empresas, por forma a confirmar as evidências obtidas no atual trabalho, ou seja, que as empresas nacionais não valorizam os riscos de crédito e cambial associados aos mercados internacionais e, como tal, não utilizam regularmente técnicas de cobertura desses riscos.

Referências Bibliográficas

ABOR, J. (2005). Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms, ProQuest, ID 895972591.

ADLER, M. e B. DUMAS (1984). Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement, *Financial Management*, 13, 2, 41 - 50.

AICEP (2015). Portugal Global Angola – Ficha de Mercado. Disponível em 26/10/2015, em:

<http://www.portugalglobal.pt/PT/Biblioteca/Paginas/Detalhe.aspx?documentId=c394b4f8-db0b-4d6a-b38c-95ed9a940b5d>.

AICEP (2010). Portugal Global. Disponível em 26/10/2015, em: <http://www.portugalglobal.pt/PT/Internacionalizar/GuiaPraticoApoiosFinanceirosInternacionalizacao/Documents/GuiaApoioInternacionalizacao2010.pdf>.

AICEP (2013). Portugal Global Angola – Ficha de Mercado. Disponível em 26/10/2015, em:

<http://www.portugalglobal.pt/PT/Biblioteca/Paginas/Detalhe.aspx?documentId=c394b4f8-db0b-4d6a-b38c-95ed9a940b5d>.

ALLAYANNIS, G., OFEK, E., (2001). Exchange Rate Exposure, Hedging, and the use of foreign currency derivatives, *Journal of International Money and Finance* 20, 273–296.

ALVES, M., Teixeira, N. e Rita, R. (2006). Risco Cambial: Gestão e Divulgação de Informação. O Caso das Empresas do PSI20, XII Encontro AECA, Córdoba, 28 a 29 Setembro.

ALVES, M., Teixeira, N. e Rita, R. (2007). A gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento: um estudo de caso, XXI Congresso Anual AEDEM, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.

AKINTOYE, A.; MACLEOD, M. (1997). *Risk analysis and management in construction*. *International Journal of Project Management* p. 15, 31-38.

ANDERSSON, S & WICTOR, I. (2003). Innovative internationalisation in new firms – Born Globals the Swedish case. *Journal of International Entrepreneurship*. V 1, n 3. p. 249-276.

BALLOU, Brian; HEITGER, Dan L. (2005). A Building-Block Approach for Implementing COSO's Enterprise Risk Management – Integrated Framework. *Management Accounting Quarterly*, New Jersey, v.6, n.2, p.1-10.

BARTRAM, S.M. e KAROLYI, G.A. (2006). The impact of the introduction of the Euro on foreign exchange rate exposures, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 13, No. 4-5, p. 519-549.

BELL, Judith (1989). *Doing your research project: a guide for the first-time researchers in education and social science*. 2. reimp. Milton Keynes, England: Open University Press, p. 145.

BERNSTEIN, Peter L. (1997). *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus.

BLACK, F.; Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (3): 637–654.

BOCZKO, A. (2005). International Payment Risk. *Financial Management*. Mar: 35-37.

BOLT, W., CHAKRAVORTI, S. (2010). Digitization of Retail Payments. Working Paper, De Nederlandsche Bank.

BONDNAR, G.M., GEBHARDT, G., (1999). Derivatives usage in risk management by U.S. and German non-financial firms: a comparative survey, *Journal of International Financial Management and Accounting* 10, 153–187.

BONDNAR, G.M., HAYT, G.S., MARSTON, R.C., (1998). Wharton survey of financial risk management by U.S. nonfinancial firms, *Financial Management* 27, 70–91.

BPI (2014). Disponível em 04/12/2014, em:

<http://www.bancobpi.pt/empresas/internacional/solucoes-trade-finance/cheques-emitidos-sobre-o-estrangeiro>.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. (1998). *Princípios de finanças empresariais*. 3a.Ed. Lisboa: McGraw-Hill

C. EHRHARDT, Michael; F. Bringham, Eugene (2011). *Financial Management: Theory and Practice*. 13ª Ed. USA: South – Western Cengage Learning.

CALOF, J. and Beamish, P. (1995). *Adapting to Foreign Markets: Explaining InternaTionalization*, *International Business Review*, 4 (2), pp. 115-131.

CARVALHO das Neves, J. (2011). *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. Lisboa: Texto Editora.

CAVUSGIL, T. (1994). *A quiet revolution in Australian exporters*. Marketing news, 28 (11), 18-21.

CEUSTER, M.J.K., De DUTINCK, E., LAVEREN, E., LODEWYCKX, J., (2000), A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium, *European Financial Management* 6, 301–318.

CHETTY, S. and Campbell-Hunt, C. (2001). “Paths to Internationalisation Among Small to Medium-sized Firms: A Global Versus Regional Approach”, *European Journal of Marketing*, 37 (5/6), pp. 796-820.

CHOWDHRY, B., HOWE, J., (1999). Corporate risk management for multinational corporations: financial and operating hedging policies, *European Financial Review* 2, 229–246.

COFACE (2015). Disponível em 02/11/2015, em: <http://www.coface.pt/A-Nossa-Oferta/Proteger-as-suas-vendas/Credit-insurance-for-small-and-mid-sized-companies-TradeLiner>.

COIMBRA, F. C. (2006). Estruturação de Unidade de Gestão de Riscos Operacionais em Bancos: Um Estudo de Caso. Dissertação (Mestrado Em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo.

CORNELL, B.; SHAPIRO, A.C. (1983). Managing foreign exchange risks. *Midland Corporate Finance Journal*, Midland, TX, p.16-31.

COSO, Committee of Sponsoring Organizations (2009). *Strengthening Enterprise Risk Management for Strategic Advantage*.

COSO, Committee of Sponsoring Organizations (2009). *Effective Enterprise Risk Oversight: The Role of the Board of Directors*.

COSO, Committee of Sponsoring Organizations (2007). *Gerenciamento de Riscos Cooperativos - Estrutura Integrada*.

COVIELLO, N. E., MUNRO, H. J. (1997). Network relationships and the internationalization process of small software firms. *International Business Review*, v. 6, n. 4, p. 361-386.

CRICK, Dave; JONES Marian V. (2000). Small High-Technology Firms and International High- Technology Markets. *Journal of International Marketing*. v. 8, n. 02, p.63-85.

COSEC (2015). Disponível em 02/11/2015, em: <http://www.cosec.pt/index.php?id=117>.

CULP, Christopher L. (2001). *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*. New Jersey: John Wiley and Sons.

DAVID K. EITEMAN, ARTHUR I. STONEHILL, MICHAEL H. MOFFETT, (2002). *Administração Financeira Internacional*, tradução Vera Pezerico - 9ª ed. Porto Alegre: Bookman.

DAVIS, M. D.; BLASCHEK, José Roberto de Souza, (2006). Deficiências dos Sistemas de Contrôles Internos Governamentais atuais em função da evolução da Economia. In: 60 Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo. 60 Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

DEBEAUVAIS, MAURICE e YVON SINNAH (1992). *La Gestion Globale du Risque de Change*, edit. Economica, Paris.

DERESKY, Helen (2004). *Administração global: estratégica e interpessoal*. Porto Alegre: Bookman.

DHANANI, A. (2004). The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry, ProQuest, ID 613489871.

DIKMEN, I.; BIRGONUL, M. (2006). *An analytic hierarchy process based model for risk and opportunity assessment of international construction projects*. Canadian Journal of Civil Engineering 33, p. 58-68.

DREW, Stephen A. W.; KENDRICK, Terry (2005). Risk management: the five pillars of corporate governance. *Journal of General Management*, UK, v.31, n.2, p.19-36.

DUMAS, B. (1978). The theory of the firm revised. *Journal of Finance*, Malden, MA, v.33, n.3, p.1019-1033.

EITMAN, D., Stonehill, A., and Moffett, M. (2001). *Multinational Business Finance*, 9th edition, Addison-Wesley Longman, Inc.

ELLIS, P. (2000). Social Ties and Foreign Market Entry, *Journal of International Business Studies*, 31 (3), 443–469.

FEDERATION OF EUROPEAN RISK MANAGEMENT ASSOCIATIONS, (2003). Norma de gestão de riscos. Disponível em:

<http://www.ferma.eu/Portals/2/documents/RMS/RMSPortugal.pdf>.

FERNADÉZ, Z. and Nieto, M. J. (2005). “Internationalization Strategy of Small and Medium-sized Family Businesses: Some Influential Factors, Family Business Review, Vol. XVIII, 1, pp. 77-89.

FERREIRA, Domingos, (2005). Opções Financeiras – Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem, Edições Sílabo

FERREIRA, Domingos (2008). Swaps e Derivados de Crédito – Ganhar (e não perder) nos mercados OTC – Lisboa. Edições silabo.

FERREIRA, Domingos (2008 e 2010). “Futuros e Outros Derivados”. Lisboa: Edições Silabo.

FREIXO, M. (2010). Metodologia Científica, Fundamentos, Métodos e Técnicas, Instituto Piaget, Lisboa.

GALAN, J.I; GONZALEZ-BENITO, J. (2001). Determinant factors of foreign direct investment: some empirical evidence. *European Business Review*, v.13, n. 5, p. 269-278.

GILLOT, PATRICK e DANIEL PION (1993). *Le Nouveau Cambisme*, Edit. ESKA, Paris.

GITMAN, L. J. (1997). Princípios da administração financeira. 7ª Edição. São Paulo: Harbra.

GOMES MOTA, António; Custódio, Cláudia (2006). “Finanças da Empresa”. Parede: Booknomics.

GUAY, W., KOTHARI, S.P., (2003). How much do firms hedge with derivatives? *Journal of Financial Economics* 70, 423–461.

HAKKARAINEN, A., JOSEPH, N., KASANEN, E., PUTONEN, V., (1998). The foreign exchange exposure management practices of Finnish industrial firms, *Journal of International Financial Management and Accounting* 9, 34–57.

HAMEL, J., DUFOUR, S. & FORTIN, D. (1993). Case Study Methods. Sage publications

HAN, S; KIM, D.; JANG, H.; CHOI, S. (2009). "Strategies for contractors to sustain growth in the global construction market." *Habitat International* In Press 10: 1-10.

HAN, S.; KIM, D.; JANG H. (2008). "A web-based integrated system for international project risk management." *Automation in Construction* 17: 342-356. (<http://rms.icak.or.kr/>).

HAN, S.; DIEKMANN J. (2001). "Approaches for Making Risk-Based Go/No-Go Decision for International Projects." *Journal of Construction Engineering and Management (ASCE)* 127: 300-308.

HECKMAN, Christine R. (1985). A financial model of foreign exchange exposure. *Journal of International Business Studies*, Stuttgart, Germany, v.16, p.83-99.

HILLSON, D.; HULETT, D. (2004). "Assessing Risk Probability: Alternative Approaches." Edited by PMI.

HODDER, James E. (1982). Exposure to exchange-rate movements. *Journal of International Economics*, New York, NY, v.13, n.3-4, p.375-386.

HOWE, D. (1991). *A Guide to Managing Interest-Rate Risk*, New York Institute of Finance, New York.

IAPMEI, (2011). Assistência empresarial – Academia de PME. Disponível em 03/02/2013 em: <http://www.iapmei.pt/iapmei-art-03.php?id=2498>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC (2007). *Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos*, São Paulo.

ISACSSON, B., KULLBER, T. e LASSON, R. (2003). *Motives for Choosing a Currency in International*.

JOHANSON, J. e Vahlne, J. (2006). Commitment and Opportunity Development in the Internationalization Process: A Note on the Uppsala Internationalization Process Model, *Management International Review*, 46 (2), 165-178.

JOHANSON, J. e Vahlne, J. (1977). The internationalization process of the firm– a model of knowledge development and increasing market commitments, *Journal of International Business Studies*, Vol. 8 No. 1, p. 23-32.

JOHANSON, J; WIEDERSHEIM-PAUL, F. (1975). The internationalization of the firm: four Swedish cases. *The Journal of Management Studies*, p. 305- 322.

JORION, Philippe. (2001). Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. Irvine: McGraw-Hill Professional.

KNIGHT, G., CAVUSGIL, S. (1996). The Born global firm: a challenge to traditional internationalization theory. In: CAVUSGIL, S. e MADSEN, K. (eds.) *Export internationalizing research – enrichment and challenges*, (Advances in International Marketing, 8). Nova York: JAI Press. P.11-26.

KPMG, (2012). Disponível em 29-09-2014 em, <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/kpmgbankao2012pt.pdf>

LA ROCQUE, E.; LOWENKRON, A. (2004). Métricas e Particularidades da Gestão de Risco em Corporações. Risk Control.

LEI, L.; HONG-BING L.; NIE, N. (2009). *Fuzzy Set Based Analysis on Bidding Decision*. IEEE, Management and Service Science, 2009. MASS '09. International Conference on 2009 IEEE Vol. 1.

LEONIDOU, L., Katsikeas, C. e Piercy, N. (1998). Identifying Managerial Influences on Exporting: Past Research and Future Directions, *Journal of International Marketing*, 6 (2), 74-103

LOGUE, D., (1995). When theory fails: globalization as a response to the (hostile) market for foreign exchange, *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 39–48.

MADSEN, T.; SERVAIS, P. (1997). The internationalization of Born globals: an evolutionary process? *International Business Review*, 6/6, p.561-583.

MALLIN, C., OW-YONG, K., REYNOLDS, M., (2001). Derivatives usage in UK non-financial listed companies, *The European Journal of Finance* 7, 63–91.

MARSHALL, A.P., (2000). Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies, *Journal of Multinational Financial Management* 10, 185–211.

MARSTON, R.C., (2001). The effects of industry structure on economic exposure, *Journal of International Money and Finance* 20, 149–164.

MATOS, J. (1992). *Finanças Internacionais*, Editorial Presença, Lisboa.

MCGEE, Melanie W. (2005). Measuring the payoffs of strategic risk management. CMA Management, Texas, p.30-35.

MEDINA GIACOMOZZI, A. (2005). “Causas de la internacionalización de la empresa”, in: Análisis Económico, 45, (20), pp. 49-62.

MEULBROEK, L.K., (2002). A senior manager’s guide to integrated risk management, Journal of Applied Corporate Finance 14, 56–70.

MEYER, R. (1996). “The Internationalization Process of the Firm Revisited: Explaining Patterns of Geographic Sales Expansion, Management Report, 300, Erasmus University, Rotterdam.

MILLENNIUM BCP (2015). Disponível em 04/09/2015, em: <http://corp.millenniumbcp.pt/pt/public/solucoesfinanceiras/riscofinanceiro/riscodetaxadejuro/Pages/SwapDeTaxaDeJuro.aspx>.

MILLENNIUM BCP (2015). Disponível em 04/09/2015, em: <http://corp.millenniumbcp.pt/pt/public/solucoesfinanceiras/riscofinanceiro/riscodetaxadejuro/Pages/OpcoesDeTaxaDeJuro.aspx>.

MOEN, Oystein and Servais, Per, (2002). Born Global or Gradual Global? Examining the Export Behaviour of Small and Medium Sized. Enterprises, Journal of International Marketing, 10 (3), pp: 49-72.

MONTEPIO (2014), Disponível em 27/11/2014, em: www.montepio.pt/SitePublico/pt_PT/empresas/negociointernacional/tradefinance/credit-ditos-documentarios.

MONTEPIO (2015). Disponível em 06/11/2015, em: https://www.montepio.pt/SitePublico/pt_PT/setor-social/negocio-internacional/tradefinance/credit-ditos-documentarios/exportacao.page?altcode=5004.

NANCE, D. et al (1993). On the determinants of corporate hedging, Journal of Finance, Vol. 48, No. 1, pp. 267-284.

NIETO-MOROTE, A.; RUZ-VILA, F. (2010). *A fuzzy approach to construction project risk assessment*. International Journal of Project Management In Press 10.

OVIATT, B.M. & Mcdougall, P.P. (1994). Toward a theory of international new ventures. *Journal of International Business Studies*, 25(1), 45–64.

OVIATT, B. M., & Mcdougall, P. P. (1995). Global start-ups: entrepreneurs on a worldwide stage. *Academy of Management Executive*, 9 (2), 30-43.

PEYNOT, D. (1987). *Gestion financière internationale des entreprises*. Paris: Montchrestien.

PINHO, Carlos; Valente, Ricardo; Madaleno, Mara & Vieira, Elisabete (2011). “Risco Financeiro: Medida e Gestão”. 1ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

PORFÍRIO, José António Ferreira, (2003). *Finanças Internacionais* Lisboa: Rei dos Livros.

RISTO Gogoski, (2012). *Service Sector in Terms of Changing Environment*, Procedia - Social and Behavioral Sciences 44, 436 – 445.

ROOT, F. R. (1994). *Entry strategies for international markets*. New York: Lexington Books.

RYAN, B., SCAPENS, R. e THEOBALD, M. (2002). *Research Method & Methodology in Finance & Accounting*, South Western Cengage Learning, 2nd edition, Croatia.

RYAN BAIRD, (2009). *The Importance of Country Risk in Determining Trade Flows: The Preference for a Sure Thing*.

SILVA SÁ, Eduardo; Queirós, Mário; Mota, Carlos; Pereira Adalmiro; (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais* – Vida Económica.

SIMÕES, V. C. (1997). *A Internacionalização das Empresas Industriais Portuguesas: Características e Perspectivas*, Conselho Económico e Social.

SHAPIRO, A.C., (1975). Exchange rate changes, inflation, and the value of the multinational corporation. *Journal of Finance* 30, 485–502.

SLYWOTZKY, Adrian J.; DRZIK, John. (2005). *Countering the Biggest Risk of All*. Harvard Business Review, Boston.

WEBER, E. e Milliman, R. (1997). Perceived Risk Attitudes: Relating Risk Perception to Risky Choice, *Management Science*, 43 (2), 123-144

WELFORD, R. and Prescott, K. (1994). *European Business – An Issue-Based Approach*, 2nd Edition, Pitman Publishing, London.

YIN, Robert (1994). *Case Study Research: Design and Methods* (2ª Ed) Thousand Oaks, CA: SAGE Publications

YOUNG, S., Hamill, J., Wheeler, C. e Davies, J. R. (1989). *International Market Entry and Development: Strategies and Management*, Harvester Wheatsheaf & Prentice Hall, Hamel Hempstead & Englewood Cliffs.

ZHI, H. (1995). *Risk management for overseas construction projects*.
International Journal of Project Management 13: 231-237.